



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

**STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU
METODOU**

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Miroslava Geletová

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2018

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí
Studentka: **Bc. Miroslava Geletová**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce: **Ing. Michal Karas, Ph.D.**
Akademický rok: 2017/18

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení podniku
Strategická a finanční analýza podniku
Prognóza generátorů hodnoty
Návrh finančního plán
Náklady kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2012. 325 s. ISBN 978-80-265-0032-2.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN: 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2017/18

V Brně dne 1.3.2018

L. S.

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku COMINFO, a.s. k 1.10.2016 pomocí výnosových metod oceňování podniku. Konkrétně se jedná o metodu diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a metodu ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity. V teoretické části jsou popsány základní teoretická východiska týkající se oceňování podniku. Praktická část obsahuje strategickou analýzu, finanční analýzu, analýzu a prognózu generátorů hodnoty, finanční plán a také samotné ocenění podniku.

Abstract

This master's thesis deals with the estimation of the value of company COMINFO, a.s. to the date 1.10.2016 using income based methods. Specifically using the method discounted cash flow in variant entity and economic value added in variant entity. In the theoretical part are described the basic theoretical starting points concerning the valuation of company. The practical part includes strategic analysis, financial analysis, analysis and prognosis of value drivers, financial plan and also the determination of the value of the company.

Klíčová slova

Strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, WACC (průměrné vážené náklady kapitálu), stanovení hodnoty podniku, DCF (diskontované peněžní toky), EVA (ekonomická přidaná hodnota)

Key words

Strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, WACC (Weighted Average Cost of Capital), valuation of the firm, DCF (Discounted cash flow), EVA (Economic Value Added)

Bibliografická citace

GELETOVÁ, M. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2018. 153 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně.
Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

Ve Vlčkově dne

.....

podpis studenta

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala panu Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D. za ochotu, vstřícnost, odborné rady a připomínky při zpracování této diplomové práce. Dále bych také chtěla poděkovat své rodině za podporu po celou dobu studia.

OBSAH

| | |
|---|----|
| ÚVOD..... | 11 |
| 1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ..... | 12 |
| 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU | 13 |
| 2.1 Definice podniku | 13 |
| 2.2 Hodnota podniku | 14 |
| 2.2.1 Hladiny hodnoty podniku | 15 |
| 2.2.2 Kategorie hodnoty podniku | 16 |
| 2.3 Důvod pro ocenění podniku | 20 |
| 2.4 Doporučený postup při oceňování podniku | 21 |
| 2.4.1 Sběr vstupních dat..... | 21 |
| 2.5 Strategická analýza..... | 23 |
| 2.5.1 PEST analýza | 24 |
| 2.5.2 Porterův model pěti sil | 25 |
| 2.5.3 McKinseyho 7S analýza | 27 |
| 2.5.4 SWOT analýza..... | 28 |
| 2.6 Finanční analýza..... | 28 |
| 2.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná | 29 |
| 2.7.1 Provozně nutný investovaný kapitál | 30 |
| 2.7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření | 31 |
| 2.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty..... | 32 |
| 2.8.1 Tržby..... | 33 |
| 2.8.2 Provozní zisková marže | 33 |
| 2.8.3 Pracovní kapitál | 34 |
| 2.8.4 Investice do dlouhodobého majetku | 35 |
| 2.8.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty | 36 |
| 2.9 Finanční plán..... | 37 |
| 2.10 Základní metody pro oceňování..... | 38 |
| 2.10.1 Majetkové metody | 38 |
| 2.10.2 Tržní metody..... | 39 |
| 2.10.3 Výnosové metody | 39 |
| 2.11 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) | 40 |
| 2.11.1 Metoda DCF entity | 41 |
| 2.11.2 Dvoufázová metoda DCF entity | 43 |
| 2.11.3 Zjištění výsledné hodnoty podniku..... | 46 |

| | | |
|--------|--|----|
| 2.12 | Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) | 46 |
| 2.12.1 | Ekonomická přidaná hodnota ve variantě entity..... | 46 |
| 2.12.2 | Vztah ocenění metodou DCF a metodu EVA..... | 52 |
| 3 | PŘEDSTAVENÍ OCEŇOVANÉHO PODNIKU | 53 |
| 3.1 | Základní údaje o společnosti COMINFO, a.s. | 53 |
| 3.2 | Profil společnosti..... | 53 |
| 3.3 | Organizační struktura | 54 |
| 3.4 | Výrobky a služby | 55 |
| 3.4.1 | Turnikety..... | 55 |
| 3.4.2 | Identifikační systémy | 55 |
| 3.4.3 | Komponenty a hardware | 56 |
| 3.5 | Vymezení relevantního trhu | 56 |
| 4 | STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU | 57 |
| 4.1 | Analýza vnějšího prostředí..... | 57 |
| 4.1.1 | PEST analýza..... | 57 |
| 4.1.2 | Porterův model pěti sil..... | 64 |
| 4.2 | Analýza vnitřního prostředí..... | 67 |
| 4.2.1 | McKinseyho 7S analýza | 67 |
| 5 | FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU | 71 |
| 5.1 | Analýza absolutních ukazatelů..... | 71 |
| 5.1.1 | Analýza majetku společnosti | 71 |
| 5.1.2 | Analýza zdrojů financování společnosti | 74 |
| 5.1.3 | Analýza výkazu zisku a ztráty | 76 |
| 5.2 | Analýza poměrových ukazatelů | 78 |
| 5.2.1 | Ukazatele rentability | 79 |
| 5.2.2 | Ukazatele aktivity | 82 |
| 5.2.3 | Ukazatele zadluženosti | 84 |
| 5.2.4 | Ukazatele likvidity | 86 |
| 5.3 | Analýza soustav ukazatelů | 88 |
| 5.3.1 | Altmanova analýza | 88 |
| 5.3.2 | Index IN05 | 89 |
| 5.4 | Shrnutí výsledků analýzy | 90 |
| 5.5 | SWOT matice..... | 92 |
| 6 | ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ..... | 94 |
| 6.1 | Provozně nutný investovaný kapitál | 94 |

| | | |
|-------|--|-----|
| 6.2 | Korigovaný provozní výsledek hospodaření..... | 95 |
| 7 | PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY..... | 96 |
| 7.1 | Prognóza tržeb..... | 96 |
| 7.1.1 | Prognóza tržeb relevantního trhu..... | 96 |
| 7.1.2 | Prognóza vývoje tržeb a tržního podílu | 101 |
| 7.2 | Prognóza ziskové marže..... | 102 |
| 7.3 | Prognóza pracovního kapitálu..... | 104 |
| 7.4 | Investice do dlouhodobého majetku..... | 107 |
| 7.4.1 | Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu..... | 112 |
| 8 | PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY | 114 |
| 9 | FINANČNÍ PLÁN..... | 118 |
| 9.1 | Plánovaný výkaz zisku a ztráty | 118 |
| 9.2 | Plánovaná rozvaha | 121 |
| 9.2.1 | Plánovaná aktiva | 121 |
| 9.2.2 | Plánovaná pasiva..... | 123 |
| 9.3 | Plánovaný výkaz peněžních toků | 125 |
| 9.4 | Finanční analýza sestaveného finančního plánu | 128 |
| 10 | NÁKLADY KAPITÁLU..... | 131 |
| 10.1 | Náklady na cizí kapitál..... | 131 |
| 10.2 | Náklady na vlastní kapitál | 131 |
| 10.3 | Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)..... | 133 |
| 11 | VÝSLEDNÉ OCENĚNÍ PODNIKU COMINFO, A.S. | 135 |
| 11.1 | Metoda DCF entity..... | 135 |
| 11.2 | Metoda EVA entity | 139 |
| | ZÁVĚR | 142 |
| | SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY | 143 |
| | SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK..... | 147 |
| | SEZNAM TABULEK | 149 |
| | SEZNAM GRAFŮ | 152 |
| | SEZNAM PŘÍLOH..... | 153 |

ÚVOD

V posledních letech se oceňování podniku stalo velmi aktuálním tématem. Ovšem stanovit hodnotu podniku není jednoduchou úlohou. Neboť samotný proces stanovení hodnoty podniku je časově i informačně velmi náročný. Navíc každý podnik má své specifika, tím pádem ocenění každého podniku vyžaduje individuální přístup. Ocenění podniku se provádí z různých podnětů, nejčastěji se provádí při koupi či prodeji podniku. Ovšem stanovení hodnoty podniku se řadí také mezi podstatné manažerské nástroje pro řízení samotného podniku, neboť hodnota podniku představuje významné kritérium při taktickém řízení podniku, a také pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí.

Proces oceňování podniku se skládá z mnoho dílčích kroků, které je nutné provést, aby mohla být stanovena hodnota podniku. Nejdříve je nutné zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, na základě těchto analýz lze posoudit celkový stav podniku, postavení na trhu, konkurenční prostředí podniku a zejména schopnost podniku dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Volba metody ocenění závisí jednak na účelu ocenění, ale je také ovlivněna subjektivním postojem oceňovatele.

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku COMINFO, a.s., který se specializuje na vývoj, výrobu a instalaci vstupních zařízení, turniketů a identifikačních systémů. V rámci této práce bude hodnota podniku stanovena prostřednictvím výnosových metod oceňování, konkrétně pomocí metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity. Hodnota podniku bude stanovena k 1.10.2016.

1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku COMINFO a.s. prostřednictvím výnosových metod, konkrétně metodou DCF a EVA ve variantě entity. Objektivizovaná hodnota podniku bude stanovena k 1.10.2016. Za tímto účelem bude nejprve provedena finanční analýza za posledních 5 let, dále strategická analýza, poté bude následovat sestavení finančního plánu, který slouží jako podklad pro výsledné ocenění podniku. Dále bude proveden odhad diskontní sazby a na závěr bude provedeno výsledné ocenění podniku pomocí výnosových metod.

První kapitola je věnována teoretickým východiskům pro oceňování podniku. V rámci této kapitoly budou uvedeny také teoretické poznatky, týkající se strategické a finanční analýzy podniku. Další teoretické poznatky se budou týkat samotného ocenění podniku. V rámci této kapitoly byla využita především metoda literární rešerše z odborné literatury.

Praktická část se skládá z několika kapitol, přičemž nejprve je představen oceňovaný podnik. Poté následuje strategická analýza podniku a dále budou aplikovány vybrané metody finanční analýzy. Nejprve bude provedena analýza absolutních ukazatelů, poté budou provedeny výpočty poměrových ukazatelů a soustav ukazatelů. V rámci provedených analýz bude využita především metoda historická, která je založena na pozorování minulého vývoje, jejímž cílem je porozumění vývojovým trendům. Následně budou pomocí SWOT analýzy identifikovány silné a slabé stránky podniku, a také příležitosti a hrozby. V následující kapitole bude provedeno rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná, poté bude následovat analýza a prognóza jednotlivých generátorů hodnoty, kde bude využita metoda analyticko-syntetická, která rozkládá celek na jednotlivé části a následně zkoumá vzájemné vztahy. Další kapitola bude věnována předběžnému ocenění podniku. Následně bude sestaven finanční plán pro období 2017-2019. Před provedením výsledného ocenění podniku je nutné ještě stanovit náklady kapitálu. Na závěr bude provedeno výsledné ocenění podniku pomocí dvou výnosových metod, konkrétně prostřednictvím metody DCF entity a metody EVA entity. V této kapitole bude využita metoda logicko-systematická, která spočívá ve zkoumání výchozí situace, dále znázorňuje základní prvky, ke kterým připojí nová fakta.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V této kapitole jsou popsány základní teoretická východiska týkající se problematiky oceňování podniku.

2.1 Definice podniku

Pojem podnik je definován v literaturách různě. Některé literatury vymezují pojem podnik jako méně likvidní aktivum, které je jedinečné, a pro něž existují velmi málo efektivní trhy.

Do konce roku 2013 byl pojem Podnik vymezen v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Obchodní zákoník definoval podnik v § 5 takto: *„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu.“*

Od 1. ledna 2014 nabyl účinnost zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Tento zákon z části nahradil dosavadní obchodní zákoník. Zákon o obchodních korporacích se věnuje právní úpravě obchodních společností a družstev. Tento zákon místo pojmu podnik v § 1 definuje pojem obchodní korporace takto: *„Obchodními korporacemi jsou obchodní společnosti (dále jen „společnost“) a družstva. Společnostmi jsou veřejná obchodní společnost a komanditní společnost (dále jen „osobní společnost“), společnost s ručením omezeným a akciová společnost (dále jen „kapitálová společnost“) a evropská společnost a evropské hospodářské zájmové sdružení.“*

S účinností od 1. ledna 2014 také došlo ke změně zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. V novém občanském zákoníku již pojem podnik není definován, ale definuje nový pojem obchodní závod. V § 502 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník je obchodní závod definován následovně: *„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží*

k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Jako nejvhodnější definice podniku se pro účely ocenění jeví definice uvedená v obchodním zákoníku. Při samotném ocenění je nutné nahlížet na podnik jako na funkční celek, jenž zahrnuje nejen majetkové položky, ale také všechny druhy závazků. Podnik je podnikem jen když naplňuje svůj hlavní účel a to generování zisku. Z čehož lze vyvodit také přednost výnosových metod při oceňování¹.

2.2 Hodnota podniku

V ekonomickém slova smyslu je hodnota chápána jako vztah mezi určitým subjektem a předmětem s předpokladem racionálního chování. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních faktů lidského života. Obecně platí, že zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezené, zatímco lidské potřeby jsou neomezené. Ekonomické pojetí hodnoty má dvě základní stránky:

- **Užitná hodnota** představuje schopnost statku uspokojit lidské potřeby. Je závislá na způsobu využívání daného předmětu, záměrech a preferencích vlastníka. Tedy pro různé majitele existuje rozdílná užitná hodnota.
- **Směnná hodnota** je výrazem schopnosti statku být předmětem směny. Jestliže má daný předmět užitnou hodnotu a současně je k dispozici v omezeném množství. Směnná hodnota představuje hodnotu zboží vyjádřenou v penězích².

Hodnota podniku závisí také na budoucím užítku, který můžeme očekávat z držby podniku. Tyto užitky mohou mít různou podobu, v zásadě je můžeme dělit na užitek finanční povahy a užitek, který nelze bezprostředně vyjádřit ve finančních jednotkách, jedná se například o společenské postavení či moc³.

Hodnotu podniku je možné definovat jako očekávané budoucí příjmy (na úrovni vlastníků nebo všech investorů do podniku) diskontované na současnou hodnotu. Hodnota podniku

¹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 15-16.

² tamtéž, s. 20-21.

³ tamtéž, s. 20-21.

ovšem není shodná s cenou, jako je tomu obvykle u zboží, neboť hodnota a cena se jen ve výjimečných případech rovnají. Cena, za kterou je podnik prodán, je ovlivněna celou řadou faktorů, které na ni mají významný vliv. Může se jednat o faktory psychologické, strategii vyjednávání či časovou tíseň^{4,5}.

Vzhledem k tomu, že dlouhodobý budoucí vývoj podniku nelze objektivně predikovat, tak hodnota podniku představuje odhad, který je v podstatě názorem autora ocenění na budoucí vývoj podniku. Výsledná hodnota podniku závisí na kvalitě a rozsahu vstupních údajů, časovém horizontu a také na použité metodě. Je nutné si uvědomit, že výsledkem ocenění není obvykle jen jedna hodnota, ale spíše interval hodnot^{6,7}.

2.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Hodnotu podniku lze stanovit na různých hladinách:

- **Hodnota brutto** - jedná se o hodnotu podniku jako celku. Obsahuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jde tedy o hodnotu celé podnikatelské jednotky (entity).
- **Hodnota netto** - jedná se o ocenění na úrovni vlastníku podniku. Jde tedy o ocenění vlastního kapitálu společnosti, ovšem nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím⁸.

Hladiny pro ocenění vymezoval zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Hodnotu brutto označoval jako obchodní majetek, který byl definován v § 6 odst. 1 takto: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“

Hodnota netto je popsána v obchodním zákoníku v § 6 odst. 3 jako čistý obchodní majetek: „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků*

⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 20-21.

⁵ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2001, s. 10-11.

⁶ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2011, s. 171-172.

⁷ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 20.

⁸ tamtéž, s. 16.

vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ Dále byla hodnota netto v § 6 odst. 4 vymezena pojmem vlastní kapitál takto: „*Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.*“

Vymezení dle obchodního zákoníku je poněkud zavádějící, jelikož není zcela jasný rozdíl mezi ČOM a vlastním kapitálem. ČOM se tedy od vlastního kapitálu odlišuje především ve způsobu oceňování a v položkách zahrnovaných do ocenění. Vlastní kapitál je oceňován podle účetních pravidel, tedy je potřeba ho brát tak jak jej vymezuje účetnictví. Zatímco ČOM by měl být postaven na ocenění odpovídající ekonomické realitě⁹. Hladiny hodnoty podniku ovšem v současné legislativě již definovány nejsou.

2.2.2 Kategorie hodnoty podniku

V návaznosti na definici podniku a definování hladin hodnoty podniku lze rozlišit čtyři základní kategorie hodnoty podniku a to:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup na základně Kolínské školy

Kategorizace na tyto skupiny vyplývá z toho, že každá z přístupů se snaží odpovědět na jinou otázku¹⁰.

Tržní hodnota

Tržní hodnota se snaží odpovědět na otázku, kolik je ochoten zaplatit průměrný zájemce na trhu. Předpokladem tohoto přístupu je existence více kupujících a více prodávajících, čímž jsou vytvořeny podmínky pro vznik tržní ceny¹¹.

⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 16-17.

¹⁰ tamtéž, s. 21-22.

¹¹ tamtéž, s. 21.

Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee vypracovala Mezinárodní oceňovací standardy, ve kterých definuje tržní hodnotu takto: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*¹².“

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví definuje tržní hodnotu v § 27 odst. 4 takto: „*Tržní hodnotou se rozumí hodnota, která je vyhlášena na evropském regulovaném trhu nebo na zahraničním trhu obdobném regulovanému trhu.*“

Tržní hodnotu je nutné chápat jako hodnotu aktiva, přičemž se do hodnoty nezahrnují náklady prodeje či koupě, a také nezapočítávají související daně. Předpokladem pojmu tržní hodnota je, že cena je sjednávána na volném a konkurenčním trhu. Přičemž směna proběhne mezi dvěma dobře informovanými subjekty, kteří jednají ze svobodné vůle^{13,14}.

Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota neboli investiční hodnota odpovídá na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. Subjektivní hodnota je tedy dána subjektivními představami a názory účastníků transakce, například kupujícího. Hodnota odpovídá očekávaným užitkům, které přináší majetek konkrétnímu kupujícímu, prodávajícímu či současnému vlastníkovi¹⁵.

Subjektivní hodnota je vymezena v Mezinárodním oceňovacím standardu číslo 2, je označována jako investiční hodnota a definována takto: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota*

¹² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 22.

¹³ tamtéž, s. 22-26.

¹⁴ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2001, s. 14-17.

¹⁵ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 26-27.

*majetkového aktiva může být vyšší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku*¹⁶.“

Tedy investiční hodnota konkrétního investora může být vyšší, nižší nebo také stejná jako hodnota tržní. Mezi základní charakteristiky subjektivní hodnoty patří:

- manažer oceňovaného podniku odhaduje budoucí peněžní toky výhradně na základě svých představ, eventuálně jsou mírně upraveny obvykle směrem dolů,
- subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno, stanovuje diskontní míru na základě alternativních investičních příležitostí¹⁷.

Smyslem subjektivní hodnoty je stanovit meze při vyjednávání o transakcích. Neboť kupující, a také prodávající ocení podnik vlastní subjektivní hodnotou. Výsledkem vyjednávání obou stran by měla být hodnota, která je kompromisem těchto hodnot.

Objektivizovaná hodnota

Profesionálním odhadcům subjektivní ocenění neposkytuje mnoho prostoru k výkonu jejich povolání. Proto je pro odhadce mnohem výhodnější vycházet z objektivních představ, eventuálně z objektivizovanějších hodnot, které je profesionál schopen stanovit. Zatímco subjektivní hodnotu je schopen sám stanovit finančně vzdělanější vlastník či zájemce o koupi. Vzhledem k tomu, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, začali odhadci používat pojem objektivizovaná hodnota. Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou¹⁸.

Objektivizovaná hodnota by měla být založena na všeobecně uznávaných datech. Při stanovení hodnoty musí být dodrženy určité zásady a požadavky. Aby bylo dosaženo co největší reprodukovatelnosti ocenění. Při stanovení hodnoty se vždy využívá hledisko vlastníka a předpokládá se pokračování podniku v dosavadním podnikovém konceptu¹⁹.

¹⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 26.

¹⁷ tamtéž, s. 26-27.

¹⁸ tamtéž, s. 27.

¹⁹ tamtéž, s. 27-29.

Kolínská škola

Tržní hodnotu je v evropských zemích problematické definovat, jelikož trh s podniky má stále hodně omezení. Trh není transparentní, objem transakcí s obdobnými podniky je malý. Navíc není zcela jasné, zda byla cena zaplacená za pokračující podnik či se jedná o určité synergie. Za reálný trh se tedy dá považovat pouze kapitálový trh. Pouze na tomto trhu lze hovořit o tržní hodnotě akciových společností. Východiskem pro ocenění většiny podniků je tedy stanovení subjektivní hodnoty pro konkrétního kupující a konkrétního prodávajícího²⁰.

Dle Kolínské školy nemá smysl modifikovat výsledné ocenění v závislosti na individuálních podnětech, ale na obecných funkcích, jenž přináší ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozlišuje následující základní funkce oceňování:

- a) Poradenská funkce - poskytuje informace o hraniční hodnotě kupujícího a prodávajícího. Hraniční hodnota představuje individuální odhad, jenž není druhé straně znám. Hraniční hodnoty tedy definují prostor pro vlastní cenové jednání.
- b) Rozhodčí funkce - nezávislý oceňovatel by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce, a také by měl nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadovaného rozpětí.
- c) Argumentační funkce - oceňovatel vyhledává argumenty, které mají sloužit ke zlepšení pozice dané strany a také jako podklad pro jednání.
- d) Komunikační funkce - jedná se o poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, především s bankami a investory.
- e) Daňová funkce - cílem je poskytnutí podkladů pro daňové účely²¹.

²⁰ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 30-32.

²¹ tamtéž, s. 30-32.

2.3 Důvod pro ocenění podniku

Ocenění představuje službu, kterou si zákazník objednává, neboť mu přináší nějaký užitek. Vzhledem k individuálním přáním a potřebám objednavatele, a také cílům, kterým má ocenění sloužit, může mít užitek různou povahu. Existuje celá řada důvodů pro ocenění podniku^{22,23}.

Lze rozlišit, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví či nikoliv:

a) Ocenění související s vlastnickými změnami:

- prodej či koupě podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklad do společnosti,
- ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi či směnu účastnických cenných papírů,
- ocenění v souvislosti s právem na výkup účastnických cenných papírů,
- ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti,
- ocenění v souvislosti s rozdělením či fúzí společnosti.

b) Ocenění v případech, kdy nedochází k vlastnickým změnám:

- změna právní formy společnosti,
- zastavení obchodního podílu,
- ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku²⁴.

U každého ocenění je nutné uvést, z jakého podnětu ocenění vzniklo, o jakou kategorii hodnoty podniku se jedná, jaká hladina hodnoty podniku má být stanovena a ke kterému datu hodnota platí²⁵.

²² KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*, s. 214-219.

²³ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2001, s. 6.

²⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 35-36.

²⁵ tamtéž, s. 36.

2.4 Doporučený postup při oceňování podniku

Před zahájením prací na ocenění je potřebné si nejprve vyjasnit důvod ocenění, tedy proč bude samotné ocenění prováděno. Dále je nezbytné vyjasnit si, jaká hodnota by měla být výsledkem procesu ocenění.

Při ocenění podniku Mařík doporučuje následující postup:

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Zjištění finančního zdraví podniku prostřednictvím finanční analýzy
 - c) Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění
 - f) Volba metody
 - g) Ocenění dle zvolených metod
 - h) Souhrnné ocenění²⁶

Při praktické aplikaci tohoto postupu budou mít samozřejmě jednotlivé kroky rozdílnou podobu, hloubku a také váhu především dle konkrétních metod, které budou k vlastnímu ocenění použity²⁷.

2.4.1 Sběr vstupních dat

Sběr vstupních dat představuje základní krok pro ocenění, neboť oceňovatel získává informace potřebné pro další kroky při oceňování. Potřebné informace lze rozdělit do několika skupin.

²⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 53.

²⁷ tamtéž, s. 36, 53-54.

První skupina představuje základní data o podniku. Jedná se o data, která identifikují samotný podnik, tedy název, právní forma, IČ. Vymezení předmětu podnikání společnosti, dále zatřídění do klasifikace CZ-NACE. Do této skupiny také patří informace týkající se rozdělení majetkových podílů, popřípadě další právní informace o podílech.

Nepostradatelnou část vstupních dat představují ekonomická data, především se jedná o účetní výkazy za posledních 3 až 5 let. Dále výroční zprávy společnosti, zprávy auditorů či podnikové plány pokud jsou k dispozici.

Důležité je také vymezení trhu, na kterém se daná společnost pohybuje. Jde o určení segmentu trhu a identifikování faktorů, které ovlivňují velikost, vývoj a přitažlivost daného trhu.

Při oceňování podniku je nutné mít přehled o přímých konkurentech a data o nich. Je zapotřebí mít také informace o možných substitutech výrobků oceňovaného podniku, bariérách vstupu do daného odvětví a také poměru sil oceňovaného podniku k odběratelům a dodavatelům.

Další skupina představuje informace týkající se odbytu a marketingu. Do této skupiny patří data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska struktury výrobků, odběratelů a také území. Dále informace týkající se hlavních produktů, jejich hodnocení a porovnání s konkurencí, ale také informace o cenách či cenových politikách.

Dále je potřeba, aby měl oceňovatel k dispozici informace o řízení kvality a certifikáty kvality. Také informace o charakteru výroby, úrovni technologií, kapacitě a jejich využití, stavu dlouhodobého majetku, logistice, stavu a struktuře zásob.

Poslední skupina zahrnuje informace týkající se pracovníků. Jedná se tedy o strukturu pracovníků, náročnost provozu na kvalifikaci pracovníků, mzdové náklady, fluktuace pracovníků, informace o produktivitě práce a její porovnání s konkurencí^{28,29}.

²⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 55-56.

²⁹ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2001, s. 26-28.

2.5 Strategická analýza

Hlavním úkolem strategické analýzy při oceňování podniku je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, který závisí na vnějším potenciálu, ale také na vnitřním potenciálu, jímž podnik disponuje.

Vnější potenciál je představován šancemi a riziky, jenž nabízí podnikatelské prostředí, v němž se daný podnik pohybuje. Zatímco vnitřní potenciál vyjadřuje do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál tedy představuje souhrn hlavních silných a slabých stránek podniku, důraz je kladen především na otázku, zda podnik disponuje nějakou konkurenční výhodou či výhodami. Proto analýza konkurence představuje důležitou část analýzy vnitřního prostředí³⁰.

Cílem analýzy okolí je identifikace a rozbor faktorů působících v okolí podniku, jež ovlivňují a v budoucnu budou pravděpodobně ovlivňovat strategickou pozici podniku. Analýza okolí se skládá z analýzy makroprostředí a mikroprostředí³¹.

Analýza vlivů makrookolí se věnuje faktorům, které na podnik působí na makroúrovni. Jedná se o celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, ve kterém se podnik pohybuje. Zahrnuje tedy vlivy a podmínky, které vznikají mimo podnik. Podnik samotný není schopen toto okolí ovlivňovat, avšak svým rozhodnutím na ně může aktivně reagovat. Nástrojem analýzy makroprostředí je PEST analýza³².

Analýza mikrookolí se zaměřuje na odvětví, ve kterém se daný podnik pohybuje. Cílem je identifikovat síly a faktory, které činí odvětví více či méně atraktivní. Významnou součástí je analýza konkurenčních sil, jež navazuje na analýzu odvětví. Nástrojem zkoumání konkurenčního prostředí je Porterův model pěti sil³³.

³⁰ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 56.

³¹ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 10.

³² tamtéž, s. 16.

³³ tamtéž, s. 11.

2.5.1 PEST analýza

Metoda PEST se používá ke strategické analýze faktorů vnějšího prostředí, které mohou znamenat budoucí příležitosti či hrozby pro daný podnik. Hlavní úkolem PEST analýzy je identifikovat oblasti, které by v případě změny mohly mít významný dopad na podnik a odhadnout, k jakým změnám může dojít v těchto klíčových oblastech^{34,35}.

PEST analýza se zabývá analýzou politických, ekonomických, sociokulturních a technologických vlivů makrookolí³⁶.

Politické a legislativní faktory

Mezi politické a legislativní faktory patří hodnocení národní politické situace, stabilita zahraniční politiky. Dále sem patří daňové zákony, předpisy upravující konkurenční prostředí, pracovní právo, vládní rozhodnutí a ustanovení, předpisy na ochranu životního prostředí, recyklační nařízení, ochrana spotřebitele, předpisy pro mezinárodní obchod. Vzhledem k tomu, že je Česká republika členem Evropské unie, tak do této skupiny faktorů patří také předpisy Evropské unie³⁷.

Ekonomické faktory

Ekonomické faktory plynou z ekonomické podstaty, hlavního zaměření ekonomického rozvoje a jsou definovány stavem ekonomiky. Mezi základní indikátory stavu makroekonomického prostředí, které bezprostředně ovlivňují každý podnik, patří míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, měnové kurzy. Do této skupiny patří také monetární politika, HDP, politika proti nezaměstnanosti^{38,39}.

Sociální a kulturní faktory

Tyto faktory odrážejí vlivy spojené s postojem a životem obyvatelstva. V důsledku změn v demografické struktuře mohou být vytvořeny různé příležitosti pro podnik. Mezi sociální faktory patří také životní styl, který se odráží ve způsobu trávení volného času či módě. V souvislosti s rostoucím zájmem o vyšší kvalitu osobního života, často firmy

³⁴ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 178.

³⁵ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 20.

³⁶ tamtéž, s. 10.

³⁷ BLAŽKOVÁ, Martina. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. 2007, s. 53-54.

³⁸ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 17.

³⁹ BLAŽKOVÁ, Martina. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. 2007, s. 53-54.

poskytují pružnou pracovní dobu. Mezi tyto faktory také patří rozdělení příjmů, vzdělání či migrace obyvatel. Tato oblast se pro podniky stává důležitým faktorem⁴⁰.

Technologické faktory

Aby podnik nezaostával za konkurencí, musí neustále sledovat technické a technologické změny, které probíhají v okolí podniku, a prokazovat aktivní inovační činnost. Mezi technologické faktory patří vládní výdaje na výzkum, nové objevy a patenty, vývoj nových technologií, míra technologického opotřebení, spotřeba energie, vliv mají také změny v oblasti informačních technologií^{41,42}.

2.5.2 Porterův model pěti sil

Tento model představuje nástroj zkoumání konkurenčního prostředí, je založen na předpokladu, že strategická pozice podniku je určována především působením pěti základních činitelů⁴³.

Cílem modelu je jednoznačně definovat síly, jež v daném prostředí působí a rozpoznat, které mají z hlediska budoucího vývoje podniku největší význam a které může management svým rozhodnutím ovlivnit⁴⁴.

Každý podnik by měl analyzovat vliv pěti faktorů, jež působí na jeho ziskovost. Mezi tyto faktory patří rivalita mezi konkurenčními podniky, hrozba nahraditelnosti výrobků, hrozba vstupu nových konkurentů, hrozba rostoucí vyjednávací síly zákazníků a hrozba vyjednávací síly dodavatelů⁴⁵.

⁴⁰ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 18.

⁴¹ BLÁŽKOVÁ, Martina. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. 2007, s. 53-54.

⁴² SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 18.

⁴³ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 191.

⁴⁴ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 47.

⁴⁵ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 192-193.

Rivalita mezi konkurenčními podniky

Přitažlivost odvětví klesá, pokud na něm působí velký počet silných konkurentů. Pokud ovšem odvětví stagnuje či se zmenšuje tak rivalita mezi podniky roste, protože se každý podnik snaží získat vyšší podíl na trhu na úkor konkurentů. Dalším významným faktorem působící na rivalitu jsou vysoké fixní náklady, proto se každý podnik snaží maximálně využít výrobní kapacitu i pokud by musel snížit cenu⁴⁶.

Hrozba nahraditelnosti výrobků

Substitut představuje produkt, který může sloužit ke stejnému či podobnému účelu jako produkt z daného odvětví. Pokud existuje reálná nebo potenciální hrozba zastupitelnosti výrobků, tak se přitažlivost daného odvětví snižuje. Existence substitutů limituje cenu, kterou může podnik stanovit. Tím pádem dochází u podniků také k omezení zisku⁴⁷.

Hrozba vstupu nových konkurentů

Hrozba vstupu nových konkurentů do určitého odvětví závisí hlavně na vstupních bariérách. Existuje celá řada vstupních bariér, jedná se například o úspory z rozsahu, kapitálovou náročnost vstupu, očekávanou reakci ostatních konkurentů, přístup k distribučním kanálům a diferenciaci výrobků. Atraktivnost z hlediska ziskovosti odvětví roste, pokud jsou vstupní bariéry vysoké a výstupní nízké, neboť jen málo podniků může do daného odvětví vstoupit a neúspěšný podnik může bez problému dané odvětví opustit^{48,49}.

Hrozba rostoucí vyjednávací síly zákazníků

Pokud mají zákazníci velkou či rostoucí moc při vyjednávání tak se atraktivnost daného odvětví snižuje. Neboť zákazníci požadují vyšší kvalitu výrobků a více služeb ovšem za nižší ceny, a tím pádem dochází ke snižování zisku prodávajících. Podnik může reagovat tím, že se orientuje na odběratele, kteří mají menší vyjednávací sílu. Podnik se může také

⁴⁶ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 192.

⁴⁷ tamtéž, s. 192.

⁴⁸ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 51-53.

⁴⁹ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 192.

chránit tím, že poskytne špičkovou nabídku, kterou si odběratel nemůže nechat uniknout. Následně dochází k poklesu vyjednávací síly odběratele^{50,51}.

Hrozba vyjednávací síly dodavatelů

Jestliže mohou dodavatelské firmy zvyšovat ceny či snižovat kvalitu a kvantitu dodávek, tak se atraktivnost daného odvětví snižuje. Síla dodavatelů roste, jestliže dodávaný výrobek tvoří zásadní část vstupů odběratele či se jedná o výrobky, které jsou jedinečné. Vyjednávací síla dodavatelů může vést ke snižování výnosnosti jednotlivých podniků v daném odvětví⁵².

2.5.3 McKinseyho 7S analýza

McKinseyho 7S analýza slouží k posouzení vnitřního prostředí podniku. Tento model nahlíží na podnik jako na množinu sedmi základních faktorů, které se navzájem podmiňují a ovlivňují. V souhrnu tyto základní faktory rozhodují o tom, v jaké míře bude stanovená firemní strategie naplněna.

Model se skládá z následujících sedmi faktorů:

- strategie,
- struktura,
- systémy,
- styl,
- spolupracovníci,
- schopnosti,
- sdílené hodnoty⁵³.

⁵⁰ SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2006, s. 54.

⁵¹ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 192-193.

⁵² tamtéž, s. 193.

⁵³ HANZELKOVÁ, Alena. *Business strategie: krok za krokem*. 2013, s. 115-116.

2.5.4 SWOT analýza

SWOT analýza je zaměřená na zhodnocení vnitřních a vnějších faktorů, které ovlivňují úspěšnost podniku. Analýza vnitřního prostředí je zaměřena na identifikaci a hodnocení silných a slabých stránek podniku. V rámci analýzy vnějšího prostředí se identifikují a hodnotí příležitosti a hrozby pro podnik⁵⁴.

Silné stránky představují oblasti, ve kterých je podnik lepší než konkurence. Slabé stránky naopak zahrnují oblasti, ve kterých si podnik vede hůře ve srovnání s konkurencí. Tedy silné a slabé stránky podniku představují faktory, jež vytváří nebo snižují vnitřní hodnotu podniku⁵⁵.

Příležitosti představují oblasti, které mohou podniku přinést úspěch. Zatímco hrozby představují oblast, která přináší rizika. Podnik nemůže ovlivnit vnější faktory, na rozdíl od vnitřních faktorů, ovšem měl by přijmout odpovídající opatření pro minimalizaci rizik nebo využití příležitostí. SWOT analýza se zpracovává jako poslední v rámci strategické analýzy, neboť obsahuje výsledky předchozích analýz⁵⁶.

2.6 Finanční analýza

Finanční analýza představuje významnou oblast finančního řízení podniku, neboť jejím smyslem je připravit podklady pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Úkolem finanční analýzy je zhodnotit současnou finanční situaci podniku, posoudit vyhlídky na finanční situaci společnosti v budoucnu a následně formulovat doporučení ke zlepšení celkové finanční situace podniku. Základním informačním zdrojem pro finanční analýzu je účetní závěrka, jejíž nedílnou součástí je rozvaha, výkaz zisku a ztráty a příloha. Pro vyhodnocení finanční situace podniku se používá celá řada ukazatelů⁵⁷.

⁵⁴ KAŇOVSKÁ, L. a D. SCHÜLLER. *Základy marketingu: studijní text pro bakalářské obory*. 2015, s. 24-25.

⁵⁵ GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2012, s. 295-298.

⁵⁶ tamtéž, s. 295-298.

⁵⁷ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2011, s. 9.

Finanční analýza také představuje nástroj, který umožňuje těžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro plánování základních finančních veličin. Tedy představuje základ pro finanční plán, ze kterého lze poté vyvodit výnosovou hodnotu. Výsledky analýzy je možné využít při rozhodování o investičních záměrech podniku⁵⁸.

Výsledky z finanční analýzy představují významný zdroj informací nejen pro podnik samotný, ale také pro řadu subjektů, jež jsou s podnikem spjati různými vztahy, neboť finanční analýza poskytuje informace o postavení a konkurenceschopnosti samotného podniku⁵⁹.

2.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro účely stanovení hodnoty podniku by mělo platit pravidlo, že pokud je to trochu možné, měla by být aktiva oceňovaného podniku rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná aktiva. Provozně nepotřebná aktiva jsou ta aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku. Současně by se měly z výnosů a nákladů vyřadit náklady a výnosy související s provozně nepotřebnými aktivy⁶⁰.

Důvodem pro členění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, je skutečnost, že část podnikového majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj žádné, případně jen velice malé příjmy. Může se tedy stát, že ocenění daného majetku prostřednictvím výnosových metod povede k jeho podhodnocení, případně nebude daný majetek vůbec oceněn, přestože svoji hodnotu má. Měla by se vyčlenit aktiva nesouvisející s provozem také v případě, kdy jisté příjmy přinášejí, ovšem rizika spojená s danými příjmy jsou odlišná od rizik hlavního provozu podniku. Dalším důvodem je skutečnost, že při ocenění obou skupin aktiv je často nutné postupovat odlišnými způsoby a také se využívají jiné metody. Provozně potřebná aktiva jsou oceňována například výnosově na základě výnosů, které podniku z využívání daných aktiv plynou. Provozně nepotřebná aktiva by se tedy měla oceňovat samostatně⁶¹.

⁵⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 96.

⁵⁹ KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 2010, s. 35-37.

⁶⁰ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 118-119.

⁶¹ tamtéž, s. 118-119.

Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva patří:

- **Krátkodobý finanční majetek** - peníze, bankovní účty, z krátkodobých cenných papírů a podílů majetkové a dluhové cenné papíry k obchodování, dále vlastní dluhopisy či dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti.
- **Dlouhodobý finanční majetek** - podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, ostatní cenné papíry a podíly, dluhové cenné papíry držené do splatnosti, půjčky a úvěry - ovládající a řídící osoba, podstatný vliv, ostatní dlouhodobé půjčky a úvěry.
- **Ostatní provozně nepotřebná aktiva** - nemovitosti, které neslouží k základnímu účelu podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, majetek provozně málo využitelný, část potřebného majetku, kterým ovšem podnik disponuje v nadbytečném množství⁶².

2.7.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál představuje součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Při výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu se vychází z účetní rozvahy. Jedná se vlastně o bilanční sumu, která je upravována ve dvou směrech:

- z aktiv je potřebné vyřadit položky, které jsou u daného podniku považovány za provozně nepotřebné,
- oběžná aktiva je nutné ponížít o závazky, u kterých podnik nemůže explicitně vyčíslit jejich náklady (např. úroky). Příkladem mohou být závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům či státu. Po provedení této úpravy již pracujeme s upraveným pracovním kapitálem⁶³.

⁶² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 120-122.

⁶³ tamtéž, s. 122-123.

2.7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Jestliže v podniku existují nějaká aktiva, která nesouvisejí s hlavním předmětem činnosti podniku, je nutné zjistit, zda jsou s nimi také spojeny nějaké výnosy či náklady vykazované ve výsledovce. Pokud se ve výsledovce nacházejí, je potřeba tyto položky vyloučit z výsledku hospodaření. Nejvhodnější je vyloučit tyto položky z provozního výsledku hospodaření, nikoliv z výsledku hospodaření za účetní období. Čímž bude zajištěno, že mimořádný výsledek hospodaření nebude zahrnut⁶⁴.

Z provozního výsledku hospodaření je potřeba vyloučit:

- tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobému majetku a materiálu (tedy zisky z prodeje majetku),
- odpisy zařízení a budov, které neslouží k hlavnímu provozu podniku a další významné náklady související s neprovozním majetkem⁶⁵.

Naopak k provoznímu výsledku hospodaření je třeba připočíst finanční výnosy a náklady, pokud byly spojeny s provozními aktivy, jedná se o:

- výnosy z cenných papírů, pokud je ponecháme v provozně potřebném majetku,
- některé finanční náklady, pokud souvisejí s běžným provozem a majetkem provozně nutným⁶⁶.

Výsledek hospodaření po provedených úpravách lze poté označovat jako korigovaný provozní výsledek hospodaření. Korigovaný výsledek hospodaření představuje výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem⁶⁷.

⁶⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 123.

⁶⁵ tamtéž, s. 123.

⁶⁶ tamtéž, s. 123.

⁶⁷ tamtéž, s. 123-124.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření lze vypočítat takto:

$$\begin{aligned} & \text{Provozní výsledek hospodaření} \\ - & \text{ Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem} \\ + & \text{ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem} \\ + & \text{ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně} \\ & \text{nutného majetku} \\ - & \text{ Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem} \\ = & \text{ **Korigovaný provozní výsledek hospodaření**}^{68} \end{aligned}$$

2.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které v úhrnu určují hodnotu podniku. Obvykle se generátory hodnoty vyvozují v návaznosti na určitý přístup k ocenění podniku. Nejčastějším východiskem je metoda diskontovaných peněžních toků⁶⁹.

Pomocí analýzy generátorů hodnoty získáme pohled na minulost podniku. Neboť je z analýzy patrné, zda podnik tvořil hodnotu nebo ne, a které faktory mají vliv na zjištěnou skutečnost. Prognóza generátorů hodnoty by měla představovat základní kostru finančního plánu, především plánu volných peněžních toků⁷⁰.

Mezi generátory hodnoty patří:

- 1) tržby,
- 2) provozní zisková marže,
- 3) pracovní kapitál,
- 4) investice do dlouhodobého majetku⁷¹.

⁶⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 174.

⁶⁹ tamtéž, s. 125-126.

⁷⁰ tamtéž, s. 125-126.

⁷¹ tamtéž, s. 125-126.

2.8.1 Tržby

Budoucí tržby by se měly plánovat na podkladě výsledků strategické analýzy. Ovšem výsledky strategické analýzy nemusí být konečné. Poskytují odpověď na otázku, kolik bychom mohli prodat se zřetelem na pravděpodobný vývoj tržních podmínek. Tato prognóza může být především pro neblížší období částečně korigována kapacitními možnostmi podniku⁷².

2.8.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je významným pojmem pro výsledné ocenění. Tuto marži lze definovat jako poměr:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním}}{\text{tržby}}$$

Provozní ziskovou marži je potřeba počítat z korigovaných provozních zisků, tato položka odpovídá pojmu NOPBT (net operating profit before tax - čistý operační zisk před zdaněním). Takto upravené provozní zisky představují východisko pro výpočet volných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty či jiných výnosových veličin, na kterých je založeno vlastní ocenění⁷³.

Provozní zisková marže představuje druhý klíčový generátor hodnoty. Proto se výsledek hospodaření, který je projektován pouze jako rozdíl mezi odhadnutým vývojem tržeb a nákladů, považuje za nepostačující. Vhodnější je zpracovat dvě nezávislé prognózy ziskové marže, které můžeme poté sladovat mezi sebou. Jedná se o následující prognózy:

- a) **prognóza ziskové marže shora** - jedná se o základní přístup, který vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazující zdůvodněný budoucí vývoj,
- b) **prognóza ziskové marže zdola** - při této metodě je třeba nejprve sestavit prognózu hlavních provozních nákladových položek. Dále je nutné doplnit prognózu i o méně významné provozní nákladové položky případně i výnosy.

⁷² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 126.

⁷³ tamtéž, s. 127.

Poté se dopočítá korigovaný provozní zisk jako rozdíl mezi provozními výnosy a náklady. A z tohoto zisku lze vypočítat provozní ziskovou marži⁷⁴.

2.8.3 Pracovní kapitál

Pro potřeby plánování a následného ocenění podniku je potřeba tvar pracovního kapitálu modifikovat oproti tvaru ukazatele pracovního kapitálu, který je běžně používán v rámci finanční analýzy⁷⁵.

Běžně užívaný tvar ukazatele:

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobý cizí kapitál}$$

Aby pracovní kapitál mohl být považován za generátor hodnoty, je potřebné provést dvě základní modifikace:

- a) od oběžných aktiv odečítáme neúročený cizí kapitál. Kritériem tedy není doba splatnosti kapitálu, ale zda je podnik schopen explicitně stanovit náklady na tento kapitál (především úroky).

Upravený pracovní kapitál je možné vypočítat takto:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finanční majetek} \\ + & \text{ Zásoby} \\ + & \text{ Pohledávky} \\ - & \text{ Neúročené závazky} \\ + & \text{ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)} \\ - & \text{ Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)} \\ = & \text{ **Upravený pracovní kapitál}** \end{aligned} \quad ^{76}$$

- b) Všechny uvedené veličiny se započítávají jen v rozsahu provozně nutném. Tedy jenom ve výši, kterou vyžaduje základní činnost podniku⁷⁷.

⁷⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 127-128.

⁷⁵ tamtéž, s. 132.

⁷⁶ tamtéž, s. 132-133.

⁷⁷ tamtéž, s. 132-133.

2.8.4 Investice do dlouhodobého majetku

Nejprve je nutné zdůraznit, že se jedná pouze o investice do dlouhodobého majetku, který je provozně potřebný, tedy je nezbytný pro vykonávání základní podnikatelské činnosti podniku. Plánování investičních činností představuje nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty. Neboť se investice zpravidla nevyvíjí plynulým tempem, a proto je obtížnější použít extrapolaci. Investice představují nezbytnou podmínku pro přežití podniku v konkurenčním světě. Tedy pokud si podnik vydělá na nutné investice tak dlouhodobě přežije. Je nutné si také uvědomit, že součástí těchto investic jsou také investice do výzkumu a vývoje a také do lidského kapitálu⁷⁸.

Rozlišují se tři varianty přístupů k plánování investiční náročnosti:

- 1) **Globální přístup** - využívá se v situacích, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter. Tento přístup vychází z analýzy využívání provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Zkoumá se relace mezi investicemi brutto, tedy skutečnými investičními výdaji do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržbami.

Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto k_{DMb} :

$$k_{DMb} = \frac{\text{investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{tržby}}$$

Je možné také použít jednodušší výpočet koeficientu:

$$k_{DM} = \frac{\text{provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{tržby}}$$

Doplňkově lze také využít koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto:

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

⁷⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 136-137.

- 2) **Přístup podle hlavních položek** - je použitelný pro nejbližší léta. Tento přístup vychází z konkrétních podnikových investičních plánů, jenž zahrnují jednotlivé projekty a akce.
- 3) **Přístup založený na odpisech** - vychází z předpokladu, že pokud jsou investice pod úrovní odpisů, nemohou u většiny podniku vystačit k dlouhodobému přežití či dokonce růstu⁷⁹.

2.8.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

K prvnímu odhadu hodnoty podniku je možné použít generátory hodnoty. Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty je založeno na principu peněžních toků. Vypočítat volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky lze prostřednictvím následující rovnice⁸⁰:

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})$$

respektive:

FCF_t = korigovaný provozní zisk po dani - přírůstek pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

| | |
|-----------|---|
| X | velikost tržeb za zboží a vlastní výroby |
| g | tempo růstu tržeb |
| r_{ZPx} | provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření |
| d | sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření |
| k_{wc} | koefficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu |
| k_{DMn} | koefficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku |
| t | rok ⁸¹ |

Na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty lze v první fázi oceňování odhadnout průměrné hodnoty generátorů. Na základě tohoto odhadu

⁷⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 136-138.

⁸⁰ tamtéž, s. 147.

⁸¹ tamtéž, s. 147.

můžeme modelovat rozpětí výnosové hodnoty podniku. Odhadnout výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) lze prostřednictvím následujícího vzorce⁸²:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

I_k předběžně odhadnutá diskontní míra

2.9 Finanční plán

Pokud je pro ocenění podniku použita některá z výnosových metod, je nutné sestavit také kompletní finanční plán podniku. Finanční plán zahrnuje plánované finanční výkazy, konkrétně se jedná o výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků. Finanční plán je nezbytnou součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z dlouhodobé koncepce společnosti. Podnikový plán zahrnuje plány prodeje ve členění, které umožňuje odhad budoucích výnosů. Součástí jsou také plány produkce a navazující odhad budoucích nákladů. S plány produkce také úzce souvisejí plány kapacit, které se promítají do plánů pracovního kapitálu, plánů investic, plánů údržby a odpisových plánů. Nedílnou součástí jsou také plány pracovních sil⁸³.

Na základě plánu budoucích nákladů a výnosů lze sestavit plán provozního výsledku hospodaření. Tento plán společně se složkami pracovního kapitálu slouží jako podklad pro sestavení plánu provozního cash flow. Poté lze sestavit plán celkového cash flow, který zahrnuje také plán investic. Na základě všech předchozích plánů lze sestavit plánovanou rozvahu⁸⁴.

Kostru finančního plánu tvoří následující položky:

- tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, tržby z prodeje zboží,
- zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk,
- plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků,
- prognóza investic do dlouhodobého majetku⁸⁵.

⁸² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 147.

⁸³ tamtéž, s. 149.

⁸⁴ tamtéž, s. 149.

⁸⁵ tamtéž, s. 150.

Aby mohly být sestaveny kompletní výkazy je třeba výše uvedené položky doplnit o plán financování, plán ostatních méně významných položek a položek, které nesouvisejí s hlavní činností podniku. Vhodné je také zpracovat plán výplaty dividend nebo podílů na zisku⁸⁶.

2.10 Základní metody pro oceňování

Cílem finančního ocenění podniku je vyjádřit hodnotu podniku pomocí určité peněžní částky. Potenciál společnosti je oceněn pomocí peněžního ekvivalentu. Volba metody ocenění závisí na účelu ocenění a je také ovlivněna subjektivním postojem oceňovatele. Výsledná hodnota podniku se zpravidla opírá o použití více metod oceňování. Analýzou výsledků jednotlivých metod a komparací s předpoklady, na nichž je ocenění založeno, lze ověřit správnost závěrů ve vztahu k použité metodě a také k výsledné hodnotě^{87,88}.

Mezi základní metody pro oceňování podniku patří:

- 1) majetkové metody,
- 2) tržní metody,
- 3) výnosové metody⁸⁹.

2.10.1 Majetkové metody

Jedná se o metody, které jsou založeny na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Majetkové metody slouží ke zjištění majetkové podstaty podniku, která se označuje jako substanční hodnota. Princip majetkového ocenění je jednoduchý, od souhrnu individuálně oceněných položek majetku se odečte suma individuálně oceněných závazků. Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle kterých zásad a předpokladů se oceňují jednotlivé složky majetku. Prvním kritériem je předpoklad dalšího pokračování. Majetkové ocenění na principu reprodukčních cen se používá, pokud je předpoklad další existence podniku tzn. going concern princip. Pokud ovšem

⁸⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 150-151.

⁸⁷ tamtéž, s. 36-37.

⁸⁸ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2011, s. 146-147.

⁸⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 36-37.

není předpoklad dlouhodobější existence podniku tak se stanovuje likvidační hodnota^{90, 91}.

2.10.2 Tržní metody

Jedná se o metody, které jsou založeny především na analýze aktuálních cen na trhu. Podstatou této metody je odvození hodnoty aktiv či kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Ocenění na základě porovnání s obdobnými společnostmi se nejčastěji provádí u společností, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích⁹².

Výhodou této metody je jednoduchost výpočtu a také rychlost získání hodnoty. Využitelnost této metody závisí na četnosti prodeje obdobných podniku, v České republice je tedy zatím velmi malá. Tržní metody mají nižší vypovídající schopnost, neboť musí být splněny podmínky srovnatelnosti. Tedy je nutné nalézt srovnatelný podnik, což je obtížné⁹³.

2.10.3 Výnosové metody

Výnosové metody vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Za tyto výnosy je z hlediska ekonomické teorie nejvhodnější považovat skutečné peněžní příjmy, které plynou z oceňovaného statku jeho držiteli. Základem pro ocenění mohou být i jinak chápáné výnosy. Právě podle toho, jakou veličinu pod těmito výnosy konkrétně myslíme, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku^{94, 95}.

⁹⁰ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 321.

⁹¹ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2009, s. 546.

⁹² DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2011, s. 153.

⁹³ tamtéž, s. 153.

⁹⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 163.

⁹⁵ MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2009, s. 526.

Mezi základní výnosové metody patří:

- 1) metoda diskontovaného cash flow (DCF)
- 2) metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- 3) metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- 4) kombinované metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým⁹⁶.

2.11 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. Kde peněžní toky představují reálný příjem, a jsou tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku, přesně tak tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty⁹⁷.

Tato metoda se vyskytuje ve více variantách. Pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF existují tři základní techniky:

- metoda equity,
- metoda entity,
- metoda APV (Adjusted Present Value)⁹⁸.

Metoda DCF equity vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Pokud tyto peněžní toky diskontujeme, získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto). V rámci této metody je tedy oceňován pouze vlastní kapitál⁹⁹.

Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. V prvním kroku se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pro vlastníky, ale také pro věřitele. Diskontováním těchto peněžních toků získáme hodnotu podniku jako celku, tedy hodnotu brutto. Od brutto hodnoty poté odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění, a tak získáme hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto)^{100,101}.

⁹⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 163.

⁹⁷ tamtéž, s. 163.

⁹⁸ tamtéž, s. 164-165.

⁹⁹ tamtéž, s. 165.

¹⁰⁰ tamtéž, s. 165.

¹⁰¹ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2011, s. 149-150.

U metody DCF APV probíhá výpočet opět ve dvou krocích. Nejprve se vypočítá hodnota podniku jako celku (hodnota brutto), ale v tomto případě jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Poté se odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto^{102,103}.

2.11.1 Metoda DCF entity

V běžném finančním plánu jsou k dispozici prognózy provozního cash flow, investičního cash flow, finančního cash flow a celkového cash flow. Ovšem pro potřeby oceňování není možné žádnou z těchto variant přímo použít. Je potřeba určit, kolik peněžních prostředků je možné vzít ze společnosti, aniž by byl narušen její předpokládaný vývoj. Poté je nutné odečíst investice, které jsou potřebné k dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow (FCF). Výpočet volného cash flow je patrný z následujícího schématu¹⁰⁴.

$$\begin{aligned} &+ \text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním (KPVH}_D) \\ &- \text{Upravená daň z příjmů (= KPVH}_D \cdot \text{daňová sazba)} \\ &= \text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)} \\ &+ \text{Odpisy} \\ &+ \text{Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném} \\ &+ \text{období} \\ &= \text{Předběžný peněžní tok z provozu} \\ &- \text{Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)} \\ &- \text{Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)} \\ &= \text{Volný peněžní tok (FCF)}^{105} \end{aligned}$$

Výchozím bodem u metody DCF je vždy volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (především na dividendy) a také věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků.

¹⁰² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 165.

¹⁰³ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2011, s. 149-150.

¹⁰⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 170.

¹⁰⁵ tamtéž, s. 170.

Z tohoto důvodu se někdy u metody DCF entity používá označení peněžní toky do firmy (FCFF) nebo označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele. FCF se považuje za obecnější pojem, zatímco FCFF označuje konkrétní variantu FCF pro metodu DCF entity¹⁰⁶.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

FCFF se počítá nepřímou metodou, kde východiskem je korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). KPVH se v zásadě shoduje s výsledkem hospodaření pro výpočet ekonomické přidané hodnoty, který je označován jako NOPAT. Pro KPVH jako východisko pro výpočet FCFF by měly platit tyto obecné zásady:

- 1) Při výpočtu by se neměly odečítat náklady na cizí kapitál, abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici pro vlastníky a také pro věřitele.
- 2) KPVH by neměl obsahovat žádné jednorázové položky, které se pravidelně nebudou opakovat, poněvadž hodnotu podniku tvoří pouze VH trvalého charakteru.
- 3) Do KPVH by neměly být zahrnuty výnosy a náklady, které souvisejí s provozně nepotřebeným majetkem¹⁰⁷.

Schéma výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření:

$$\begin{array}{lcl} & \text{Provozní výsledek hospodaření (z VZZ)} & \\ - & \text{Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem} & \\ + & \text{Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem} & \\ & \text{Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně} & \\ + & \text{nutného majetku} & \\ - & \text{Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem} & \\ = & \textbf{Korigovaný provozní výsledek hospodaření}^{108} & \end{array}$$

¹⁰⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 170.

¹⁰⁷ tamtéž, s. 171.

¹⁰⁸ tamtéž, s. 174.

Investice pro výpočet FCFF

Investice obsažené ve výpočtu FCF jsou myšleny jako investice brutto. Tedy veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda se jedná o investice, které nahrazují stávající majetek, či jde o investice rozšiřovací. Tyto investice lze rozdělit na část, která zajišťuje obnovu a část rozšiřovací, která se označuje jako investice netto. Velikost ročních investic do výše odpisů v daném roce se označuje jako obnova, zbylou část představují investice netto. Investice netto mohou mít zápornou hodnotu, pokud jsou v daném roce investice menší, než roční odpisy¹⁰⁹.

$$\text{Investice brutto} = \text{odpisy} + \text{investice netto}$$

Investice potřebné pro výpočet FCF lze nejlépe zjistit z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál je dán velikostí provozně nutného majetku, proto lze pro výpočet investic použít tyto vztahy¹¹⁰:

$$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto } t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

$I_{\text{netto } t}$ a $I_{\text{brutto } t}$ investice do provozně nutného investovaného kapitálu (dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dohromady)

K_t provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

O_t odpisy v roce t

2.11.2 Dvoufázová metoda DCF entity

Tato metoda vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je možné vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna.

¹⁰⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 174-175.

¹¹⁰ tamtéž, s. 174-175.

Hodnota podniku ve druhé fázi se označuje jako pokračující hodnota. Hodnotu podniku podle dvoufázové metody lze vypočítat podle následujícího vzorce¹¹¹:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

T délka první fáze v letech

PH pokračující hodnota

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

V první fázi je nutné rozhodnout, jak dlouhé bude prognózované období a od jakého okamžiku se bude počítat s pokračující hodnotou. Neboť pokračující hodnota hraje při ocenění podniku významnou roli. Pokud první fáze trvá 5 let tak podíl pokračující hodnoty na celkovém výnosovém ocenění podniku je 80 %¹¹².

První možností je odvodit délku první fáze v závislosti na období, po které se předpokládá, že je podnik schopen tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu. Druhou možností je stanovit délku první fáze ve vazbě na životní cyklus podniku¹¹³.

Ve druhé fázi se stanovuje pokračující hodnota, která představuje současnou hodnotu očekávaných peněžních toků plynoucích ve druhé fázi. Prognózu lze stanovit pomocí Gordonova vzorce, který se běžně používá pro oceňování akcií na základě dividend. Pokud se tento vzorec aplikuje na volné peněžní toky, tak získáme pokračující hodnotu¹¹⁴.

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

T poslední rok prognózovaného období

i_k průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCFF volný peněžní tok do firmy

¹¹¹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 178-179.

¹¹² tamtéž, s. 179.

¹¹³ tamtéž, s. 179.

¹¹⁴ tamtéž, s. 183-184.

Podmínkou použití tohoto vzorce je $i_k > g$. V rámci výpočtu pokračující hodnoty je třeba použít odhad volného cash flow pro rok $T+1$, tedy pro první rok, kdy již není k dispozici plán.

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g)$$

Další metodou jak vypočítat pokračující hodnotu je pomocí parametrického vzorce, který je založený na faktorech tvorby hodnoty. Tento vzorec pracuje se dvěma základními generátory hodnoty. Prvním faktorem je tempo růstu KPVH sníženého o upravené daně. Druhým faktorem je očekávaná rentabilita nových investic (r_I). Těmito investicemi jsou jednak investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a také pracovního kapitálu¹¹⁵.

Rentabilita čistých investice (r_I) se vypočítá následovně:

$$r_I = \frac{\text{přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Pokračující hodnota se poté vypočítá podle následujícího vzorce:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

$KPVH_{T+1}$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

¹¹⁵ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 183-184.

2.11.3 Zjištění výsledné hodnoty podniku

Výsledkem první a druhé fáze je hodnota brutto, tedy provozní hodnota podniku. Abychom získaly výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, je potřeba udělat závěrečné kroky¹¹⁶.

Stanovení výsledné hodnoty podniku¹¹⁷:

| |
|---|
| Hodnota brutto („provozní“) |
| - Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění) |
| = Hodnota vlastníka kapitálu („provozní“) |
| + Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění) |
| = Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku |

2.12 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Jedná se tedy o ukazatel výnosnosti. EVA představuje ekonomický zisk, který podnik dosahuje po uhrazení nejen běžných nákladů, ale také nákladů na kapitál, včetně nákladů na vlastní kapitál. Tedy ukazatel EVA je nutné chápat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího kapitálu). Stejně jako u metody DCF je možné vypočítat EVA ve více variantách, a to ve variantě entity, equity a APV¹¹⁸.

2.12.1 Ekonomická přidaná hodnota ve variantě entity

EVA ve variantě entity se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

¹¹⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 201-202.

¹¹⁷ tamtéž, s. 201.

¹¹⁸ tamtéž, s. 282-284.

| | |
|-------------|---|
| $NOPAT_t$ | čistý operační zisk po dani v roce t (net operating profit after taxes) |
| NOA_{t-1} | čistá operační aktiva na začátku roku t |
| $WACC_t$ | průměrné vážené náklady kapitálu v roce t ¹¹⁹ |

Postup výpočtu EVA je stejný jako u metody DCF. Výpočet EVA ve variantě entity probíhá také ve dvou krocích. V prvním kroku se vypočítá hodnota aktiv, tedy hodnota pro vlastníky a věřitele. Poté se odečte cizí kapitál, a tak získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky.

Významnou roli v tomto přístupu k ocenění má tržní přidaná hodnota (MVA). MVA představuje vlastně provozní goodwill. Neboť je pohledem do budoucnosti, jelikož odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. MVA lze vypočítat dvěma způsoby:

- Ex post - diferencí mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento způsob výpočtu lze ovšem využít pouze u obchodovaných akciových společností.
- Ex ante - jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA)¹²⁰.

Schéma pro výpočet EVA ve variantě entity¹²¹:

| |
|---|
| Čistá operační aktiva (NOA) |
| + Tržní přidaná hodnota (MVA) |
| = Tržní hodnota operačních aktiv |
| + Tržní hodnota neoperačních aktiv |
| - Tržní hodnota úročených závazků |
| = Tržní hodnota vlastního kapitálu |

¹¹⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 285.

¹²⁰ tamtéž, s. 295-296.

¹²¹ tamtéž, s. 295-296.

Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu pomocí ukazatele EVA se používá obvykle dvoufázová metoda, stejně jakou u metody DCF. Druhá fáze se počítá jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna¹²².

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T}}_{MVA} - D_0 + A_0$$

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

| | |
|-------------|---|
| H_n | hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto) |
| EVA_t | EVA v roce t |
| NOA_0 | čistá operační aktiva k datu ocenění |
| NOA_{t-1} | čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t |
| $NOPAT_t$ | operační výsledek hospodaření po dani v roce t |
| T | počet let explicitně plánovaných EVA |
| $WACC$ | průměrné vážené náklady kapitálu |
| D_0 | hodnota úročených dluhů k datu ocenění |
| A_0 | ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění ¹²³ |

Diskontní míra pro metodu DCF a EVA

Diskontní míra představuje nástroj, pomocí kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. Pro investora diskontní míra představuje požadovanou výnosnost vložené investice při určité míře rizika. Pro podnik diskontní míra představuje náklady na kapitál, který poskytli investoři¹²⁴.

¹²² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 296-297.

¹²³ tamtéž, s. 297.

¹²⁴ tamtéž, s. 206.

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na variantě metody DCF, kterou použijeme. Rozlišující se následující varianty:

- DCF entity - diskontní míra je u této metody stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů (WACC),
- DCF equity - diskontní míra je dána odhadem nákladů na vlastního kapitálu při určité úrovni zadlužení,
- DCF APV - pro určení hodnoty podniku se používá diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení¹²⁵.

EVA v podstatě představuje ekonomický zisk, který podnik dosahuje po uhrazení všech nákladů, tedy i nákladů na kapitál vlastní a cizí. Diskontní míra se pro EVA ve variantě entity stanoví na úrovni WACC¹²⁶.

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Náklady kapitálu se shodují s příjmy, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Prioritně se nejedná o skutečné náklady, ale o náklady ušlé příležitosti¹²⁷.

WACC se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$\text{WACC} = r_d * (1 - t) * \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C}$$

| | |
|----------------|--|
| E | tržní hodnota vlastního kapitálu |
| D | tržní hodnota cizího kapitálu |
| C | celková tržní hodnota investovaného kapitálu (C = D + E) |
| t | sazba daně z příjmů |
| r _d | průměrné náklady cizího kapitálu |
| r _e | průměrné náklady vlastního kapitálu ¹²⁸ |

¹²⁵ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 206.

¹²⁶ PAVELKOVÁ, D. a A. KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2012, s. 52-53.

¹²⁷ MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 2007, s. 27.

¹²⁸ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2001, s. 174-176.

Do cizího kapitálu mohou být zahrnuty všechny možné složky, jako jsou bankovní úvěry, leasingové financování, obligace všeho druhu a jiné druhy úvěrů. Cizí kapitál ovšem nesmí obsahovat neúročená pasiva, kterými jsou například závazky vůči dodavatelům. Neboť se předpokládá, že platby za tyto závazky jsou zahrnuty v provozních peněžních tocích¹²⁹.

Náklady na cizí kapitál (r_d)

Náklady na cizí kapitál se vypočítají jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí za využívání nejrozličnějších forem cizího kapitálu. Vypočítat efektivní úrokovou míru je možné podle následujícího vzorce¹³⁰:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t * (1 - d) + S_t}{(1 + i)^t}$$

| | |
|-------|--|
| D | čistá částka peněz získaná výpůjčkou |
| U_t | úrokové platby |
| d | sazba daně |
| S_t | splátka dluhu za dohodnutý časový interval |
| n | počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu |
| i | hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku |

Pokud se určují náklady na cizí kapitál alternativním postupem založeným na tržních datech, tak se výnos do doby splatnosti určí jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky:

$$r_d = r_f + RP$$

| | |
|-------|--|
| r_d | náklady cizího kapitálu |
| r_f | bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti, jako má posuzovaný dluh |
| RP | riziková přírážka pro cizí kapitál stanovená podle ratingu daného dluhu ¹³¹ |

¹²⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 207.

¹³⁰ MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 2007, s. 71.

¹³¹ tamtéž, s. 72.

Náklady vlastního kapitálu

Náklady na vlastní kapitál závisí na očekávaném výnosu investorů. Výnosové očekávání se odvozuje od výnosu z alternativní možnosti investování kapitálu s přihlédnutím k rizikům, které přináší. Základním modelem pro odhad nákladů je model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Významným prvkem modelu CAPM je tzv. přímka cenných papírů, pomocí níž se odvozuje střední očekávaný výnos cenného papíru z očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu¹³².

Vztah pro model CAPM je následující:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

| | |
|---------|---|
| r_e | náklady vlastního kapitálu |
| r_f | bezriziková úroková míra |
| r_m | průměrná výnosnost kapitálového trhu |
| β | koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu ¹³³ |

Vzhledem k tomu, že je malá využitelnost a spolehlivost dat, které pochází z tuzemského kapitálového trhu, Mařík doporučuje základní model naplnit daty kapitálového trhu USA a dále základní rovnici upravit o rizikovou prémii dané země¹³⁴.

$$r_e = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{(USA)} + RPZ$$

| | |
|---------|--|
| r_f | aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA |
| β | konkrétní míra rizika spojená s daným podnikem |
| RPT | riziková premie kapitálového trhu USA |
| RPZ | riziková premie země |

¹³² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 215-217.

¹³³ KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2013, s. 231.

¹³⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 233-234.

Pro výpočet konkrétní míry rizika, které je spojeno s daným podnikem, je nutné přepočítat β v závislosti na zadlužení podniku dle vzorce¹³⁵:

$$\beta_{\text{zadlužená}} = \beta_{\text{nezadlužená}} * \left(1 + (1 - t) * \frac{D}{E} \right)$$

$\beta_{\text{zadlužená}}$ β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

$\beta_{\text{nezadlužená}}$ β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

t daňová sazba

D cizí kapitál

E vlastní kapitál

2.12.2 Vztah ocenění metodou DCF a metodu EVA

Při použití metody ocenění na bázi peněžních toků (DCF) a metody ocenění na bázi ekonomické přidané hodnoty (EVA) vychází stejná hodnota podniku, neboť se tyto metody principálně podobají. Je nutné ovšem dodržet následující podmínky:

- u obou metod jsou průměrné vážené náklady vyčísleny stejně,
- použije se stejný zisk u obou metod, tedy u metody DCF výpočet volných peněžních toků nevychází z účetního provozního zisku, ale z NOPAT,
- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je shodný s NOA u metody EVA¹³⁶.

¹³⁵ MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 2007, s. 149-150.

¹³⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2011, s. 189-192.

3 PŘEDSTAVENÍ OCEŇOVANÉHO PODNIKU

V této kapitole diplomové práce bude představen oceňovaný podnik, konkrétně se jedná o společnost COMINFO, a.s.. Dále budou v této kapitole představeny poskytované výrobky a služby společnosti.

3.1 Základní údaje o společnosti COMINFO, a.s.

| | |
|----------------------|--|
| Obchodní firma: | COMINFO, a.s. |
| Právní forma: | akciová společnost |
| Datum vzniku: | 1. prosince 1995 |
| Sídlo: | Zlín - Prštné, Nábřeží 695, PSČ 760 01 |
| Základní kapitál: | 31 500 000 Kč |
| Identifikační číslo: | 63482576 |

Předmět podnikání:

- poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob,
- zámečnictví, nástrojařství,
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení¹³⁷.

3.2 Profil společnosti

Společnost COMINFO, a.s. působí na trhu více než 20 let. Podnik se specializuje na vývoj, výrobu a instalaci identifikačních systémů, vstupních zařízení a turniketů. Podnik se vyznačuje vlastním vývojem mechanických komponentů a vlastním softwarovým řešením. Podnik je významným světovým výrobcem turniketových systémů, motorových branek a mechanických zábran.

¹³⁷ COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2016*. Zlín: COMINFO, a.s., 2016.

Firma má stanovený hospodářský rok od 1.10. do 30.9. následujícího roku. Základní kapitál společnosti činí 31 500 000 Kč a je rozvržen na 3 150 ks akcií na jméno s nominální hodnotou 10 000 Kč, které mají omezenou převoditelnost¹³⁸.

Veškeré vývojové, výrobní, obchodní, distribuční a servisní činnosti jsou soustředěny ve Zlíně, kde se nachází areál o rozloze 23 000 m³. Společnost dodává především řešení pro veřejně přístupné body, jako jsou nádraží, muzea, ale také novodobé recepce, které jsou veřejné. Dále se zaměřuje na vstupy do soukromých firem. Samostatnou část tvoří dodávky do škol a fit center. Společnost vychází vstříc svým zákazníkům při jejich specifických požadavcích na funkce či design turniketů. Provozuje kvalifikovanou a spolehlivou technickou podporu, která je schopná reagovat na potřeby zákazníků v minimálním časovém horizontu. Společnost má vybudovanou síť certifikovaných prodejních a servisních středisek v České republice a na Slovensku, ale také v zemích Evropské unie a ostatních zemí, kde má zastoupení formou partnerských organizací¹³⁹.

Společnost je držitelem certifikátu jakosti ISO 9001:2009, environmentálního certifikátu ISO 14001:2005, certifikátu Národního bezpečnostního úřadu na úroveň „Důvěrné“ pro firmu, certifikátu Národního bezpečnostního úřadu na úroveň „Tajné pro systém kontroly vstupu“, certifikátu SAP HR PDC Interface, certifikátu TÜV pro turnikety a dalších certifikátů, které se vztahují k jednotlivým výrobkům. Tyto certifikáty jsou zárukou důvěryhodnosti a kvality produktů pro zákazníky¹⁴⁰.

3.3 Organizační struktura

Společnost je rozdělena do jednotlivých divizí, přičemž každá se specializuje na jinou činnost, ale vzájemně neustále kooperují. Což představuje velkou výhodu podniku. Schéma organizační struktury společnosti k 1.10.2016 je v Příloze č. 4.

¹³⁸ COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2016*. Zlín: COMINFO, a.s., 2016.

¹³⁹ COMINFO, a.s.. *Profil společnosti*. Zlín: COMINFO, a.s., 2016.

¹⁴⁰ COMINFO, a.s.: Security First [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <http://www.cominfo-trade.com/cz/>.

3.4 Výrobky a služby

Strategií podniku je vyvíjet a vyrábět pouze takové výrobky, které jsou svou kvalitou, výjimečností a cenou schopny uspět v mezinárodním obchodě. Společnost deklaruje kvalitu výrobků především používáním nejmodernějších technologií a postupů, také ustavičně zvyšuje kvalifikaci svých zaměstnanců a velký důraz klade na kvalitu výstupní kontroly. Společnost vyrábí kvalitní výrobky, a jako důkaz vysoké kvality poskytuje svým zákazníkům rozšířenou záruku, konkrétně až 3 roky na elektronické části a až 5 let na turnikety. Společnost poskytuje všem zákazníkům, ať už se jedná o konečné zákazníky či dealery, bez rozdílů nonstop servis a kompletní podporu. Dodávané turnikety splňují i ty nejnáročnější požadavky na pohodlí a bezpečnost průchodu. Základní dělení nabízených produktů se provádí do následujících 3 skupin¹⁴¹.

3.4.1 Turnikety

Turniket představuje zařízení, které funguje na principu brány, v jednu chvíli může turniketem projít pouze jeden člověk. Turnikety jsou charakteristické svým širokým využitím, neboť je lze umístit na nejrůznějších místech, kde je zvýšený pohyb osob a to s různými stupni rizikovosti. V současnosti jsou turnikety umísťovány do administrativních či správních budov, sportovních areálů, fitness a wellness rezortů, letišť či stanic veřejné dopravy a objektů s obdobným charakterem. Turnikety představují ideální řešení pro zamezení vstupu neoprávněným osobám do uzavřených objektů¹⁴².

3.4.2 Identifikační systémy

Společnost COMINFO nabízí celou řadu identifikačních systémů, jedná se o docházkové systémy, přístupové systémy, stravovací systémy, evidenci návštěv, vstupenkové systémy a systémy pro prádelny. Identifikační systémy využívají technologie bezkontaktních čipových karet, čárových kódů a kontaktních čipů. Společnost v rámci jednotlivých druhů systému nabízí ucelené balíčky. Například systém CARDPAY představuje flexibilní aplikaci, která integruje několik produktů do jednoho systému.

¹⁴¹ COMINFO, a.s.. *Profil společnosti*. Zlín: COMINFO, a.s., 2017.

¹⁴² COMINFO, a.s.: Security First [online]. ©2018 [cit. 2018-01-15]. Dostupné z: <http://www.cominfo-trade.com>.

Vzhledem k vysokému stupni vzájemného propojení s dalšími produkty nabízí tento systém komplexní řešení nejen v oblasti bezhotovostních plateb, ale je možné také definovat oprávnění ke vstupu do určitých prostor či přístup k nabízeným službám. Tento systém využívá řada zábavných a sportovních středisek, také koupaliště, tento systém může být také nasazen při evidenci odběru zboží či služeb¹⁴³.

3.4.3 Komponenty a hardware

Společnost neustále vyvíjí nejrůznější hardwarové prvky, které jsou plně integrovatelné do všech částí systému. Při návrhu jednotlivých hardwarových prvků je kladen důraz nejen na uživatelskou přijatelnost a odolnost vůči poškození, ale také na designové řešení. Společnost nabízí multifunkční terminály pro vstupenkové a odbavovací systémy, docházkové terminály, čtečky bezkontaktních karet, čtecí hlavy pro čtení čárových kódů, čipové šatní zámky a lapače karet¹⁴⁴.

3.5 Vymezení relevantního trhu

Společnost COMINFO působí v oblasti zpracovatelského průmyslu, který je po službách druhým nejvýznamnějším odvětvím národního hospodářství. V České republice má zpracovatelský průmysl dlouholetou tradici a je důležitým nositelem rozvoje technologií, znalostí i pracovních příležitostí. Společnost je dle klasifikace ekonomických činnosti CZ-NACE zařazena do sekce C - Zpracovatelský průmysl, oddíl 27 - Výroba elektrických zařízení. Výroba elektrických zařízení má v české ekonomice velice silný růstový potenciál především díky know-how. Do odvětví výroby elektrických zařízení lze zahrnout široké spektrum nabídky výrobků, které se využívají jednak ve zpracovatelském průmyslu, ale také ve spotřebitelské sféře. Společnost konkrétně spadá do skupiny 27.9 - Výroba ostatních elektrických zařízení.

¹⁴³ COMINFO, a.s.. *Moderní identifikační systémy*. Zlín: COMINFO, a.s., 2017.

¹⁴⁴ COMINFO, a.s.: Security First [online]. ©2018 [cit. 2018-01-15]. Dostupné z: <http://www.cominfo-trade.com>.

4 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU

Strategická analýza představuje důležitou část celého procesu oceňování podniku. Jejím smyslem je vymezení celkového výnosového potenciálu podniku. Vnější prostředí podniku bude zhodnoceno pomocí PEST analýzy a Porterova modelu pěti sil. Vnitřní prostředí podniku bude posouzeno prostřednictvím McKinseyho 7S analýzy.

4.1 Analýza vnějšího prostředí

Pro zhodnocení vnějšího prostředí podniku bude využita PEST analýza a také Porterův model pěti sil, který slouží ke zhodnocení konkurenčního prostředí podniku.

4.1.1 PEST analýza

Vliv makrookolí na podnik bude zhodnocen na základě faktorů politických a legislativních, ekonomických, sociálních a kulturních, a technologických.

Politické a legislativní faktory

Každý podnik, který na území České republiky vykonává podnikatelskou činnost, je povinen se řídit platnými právními předpisy. K významné změně došlo v roce 2014, kdy nabyl účinnosti zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Tento zákon upravuje práva a povinnosti obchodních korporací, které působí na území České republiky a částečně nahradil dosavadní obchodní zákoník. V roce 2014 nabyl účinnosti také zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. V důsledku zavedení nových předpisů došlo také ke změnám v názvosloví, například pojem podnik je v novém občanském zákoníku nahrazen pojmem obchodní závod. Dalšími zákony, kterými se musí společnost COMINFO řídit je zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce a zákon č. 17/1992 Sb., o životním prostředí. V daňové oblasti se jedná o zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu, zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty, zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční a zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí.

V daňové oblasti k největším změnám v posledních letech došlo v rámci zákona o DPH. V roce 2012 snížená sazba činila 14 %, a oproti předchozímu roku došlo k navýšení o 4 p.b.. V následujícím roce došlo k navýšení obou sazeb o 1 p.b., tedy od tohoto roku základní sazba činí 21 % a snížená sazba 15 %. Vzhledem k tomu, že podnik podléhá základní a první snížené sazba, tak zavedení druhé snížené sazby v roce 2015 nemělo na podnik vliv. U sazeb daně z příjmu právnických osob lze sledovat v minulosti klesající trend, nicméně od roku 2010 došlo k ustálení sazby na 19 %. Česká republika se řadí mezi státy Evropské unie s nejnižším zdaněním právnických osob.

Poskytované výrobky musí splňovat bezpečnostní požadavky, a proto musí společnost sledovat, zda nedochází ke změnám v nařízení vlády. Při výrobě musí společnost také dodržovat normy ČSN, které se vztahují k elektrotechnické specifikaci výrobků. A také řadu dalších norem, které se týkají například ochrany životního prostředí.

Vzhledem k tomu, že se Česká republika v roce 2004 stala členem Evropské unie, může podnik využívat výhod, které plynou z tohoto členství. Společnost COMINFO realizovala již řadu projektů za pomoci finanční podpory ze strukturálních fondů Evropské unie prostřednictvím Ministerstva průmyslu a obchodu a Ministerstva práce a sociálních věcí České republiky. Společnost také využívá podpůrných programů, které jsou financovány ze státního rozpočtu.

Významnou změnou, která hýbe podnikatelskou sférou v posledních dvou letech, je zavedení elektronické evidence tržeb (EET). Podnik, kterého se EET týká, je povinen se zaregistrovat u správce daně a poté co získá certifikát pro evidenci tržeb, je povinen plnit samotnou evidenční povinnost. Vzhledem k tomu, že poplatník zasílá údaje o evidovaných tržbách správci dani datovou zprávou, je nutné, aby měl odpovídající hardwarové vybavení a také stabilní internetové připojení. Od prosince roku 2016 se EET týká pohostinských a ubytovacích zařízení. Od března roku 2017 mají evidenční povinnost také maloobchody a velkoobchody. Náběh 3. a 4. fáze EET v roce 2018, která se měla týkat všech ostatních podnikatelů, byl zrušen rozhodnutím Ústavního soudu. A není tedy jisté, zda se tyto podnikatelé do EET zapojí.

Ekonomické faktory

Mezi hlavní ekonomické faktory, které mají podstatný vliv na podnik, patří HDP, inflace a vývoj kurzu české koruny vůči euru.

HDP

Jako první bude zhodnocen vývoj HDP v běžných cenách. HDP představuje celkovou peněžní hodnotu statků a služeb vytvořených za dané období na určitém území, vypovídá tedy o výkonnosti ekonomiky státu. Následující tabulka zobrazuje vývoj HDP v běžných cenách za posledních deset let v České republice.

Tabulka č. 1: Vývoj HDP v běžných cenách

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Českého statistického úřadu)

| Údaje jsou v % | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| HDP reálné - meziroční růst | 5,6 | 2,7 | -4,8 | 2,3 | 1,8 |

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| HDP reálné - meziroční růst | -0,8 | -0,5 | 2,7 | 5,3 | 2,6 |

Na základě výše uvedené tabulky se dá říci, že v posledních deseti letech česká ekonomika rostla, vyjma roku 2009, 2012 a 2013, kdy došlo k mírné recesi. Nepříznivý celosvětový hospodářský vývoj, který byl spojený s oslabením poptávky, dopadl na českou ekonomiku již v závěru roku 2008. V roce 2009 se vlivem celosvětové hospodářské krize tuzemská ekonomika propadla do recese, HDP v tomto roce klesl o 4,8 %. Nicméně v roce 2010 se již situace zlepšila, HDP meziročně vzrostl o 2,3 %. Významný vliv na růst ekonomiky měl zpracovatelský průmysl, ale i odvětví obchodu a služeb. Také v následujícím roce došlo k růstu HDP, hlavní tahounem byl znovu zpracovatelný průmysl. Česká ekonomika se v roce 2012 a 2013 opět nacházela v recesi, čímž došlo k přerušení dvouletého oživení, které následovalo po globální krizi v roce 2009. Pokles HDP byl způsoben především úspornými opatřeními vlády, která byla přijata za účelem ozdravení veřejných financí. Po dvouletém poklesu došlo v roce 2014 k oživení ekonomiky, HDP se zvýšil o 2,7 %. Za tímto nárůstem stál především zpracovatelský průmysl, který reagoval na rostoucí domácí a zahraniční poptávku. Česká ekonomika se tedy v roce 2014 vrátila zpět na růstovou trajektorii, a příznivé tendence

pokračovaly i v následujících dvou letech. Velmi dobrá kondice české ekonomiky i přívětivé vnější prostředí dle makroekonomické predikce povedou ke zvýšení HDP v roce 2017 na 4,3 %, predikovaný růst pro rok 2018 je 3,4 %. V roce 2019 se předpokládá, že dojde ke zpomalení ekonomického růstu na 2,6 %^{145,146}.

Inflace

Druhým významným ekonomickým faktorem je míra inflace, která vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních dvanáct měsíců proti průměru dvanácti předchozích měsíců. V důsledku inflace dochází tedy ke zmenšení množství zboží a služeb, které si můžeme koupit za peněžní jednotku. Inflace není vždy negativní jev, protože mírná inflace má příznivý vliv na ekonomiku, neboť je projevem rostoucí ekonomiky. V následující tabulce je uveden vývoj míry inflace v posledních deseti letech.

Tabulka č. 2: Vývoj míry inflace

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Českého statistického úřadu)

| Údaje jsou v % | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Inflace | 2,8 | 6,3 | 1,0 | 1,5 | 1,9 |

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Inflace | 3,3 | 1,4 | 0,4 | 0,3 | 0,7 |

Z výše uvedené tabulky je patrné, že v České republice je poměrně nízká míra inflace. Vyjma roku 2008 a 2012. V roce 2008 míra inflace činila 6,3 %, tento nárůst byl zapříčiněn především administrativními vlivy, neboť došlo k růstu regulovaných cen a úpravě nepřímých daní. Domácí cenovou hladinu v roce 2009 příznivě poznamenala recese světové ekonomiky, která snížila ceny téměř všech komodit, a došlo tedy ke snížení cen výstupu. V následujících dvou letech došlo k mírnému nárůstu inflace. Ke zrychlení cenového růstu v roce 2012 přispěly především nákladové faktory a změny sazeb DPH. Od roku 2013 nabrala inflace sestupný trend. V roce 2015 míra inflace

¹⁴⁵ Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce – leden 2018* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.

¹⁴⁶ Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2016* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/analiza-vyvoje-ekonomiky-cr-za-rok-2016--230378/>.

dosáhla jen 0,3 %, tento pokles byl zapříčiněn především hlubokým propadem světových cen minerálních paliv. V roce 2016 míra inflace stejně jako v předchozích dvou letech dosáhla velmi nízké hodnoty, nicméně došlo k mírnému nárůstu, který by zapříčiněn především zvýšením spotřební daně z tabákových výrobků. Míra inflace v roce 2017 dosáhla 2,5 %, jedná se tedy o nejvyšší inflaci za posledních pět let. Na inflaci měli vliv především domácí faktory, nabídkové i poptávkové. V roce 2018 lze počítat s téměř stejnou inflací jako v předchozím roce, v roce 2019 by mělo dojít ke zpomalení růstu a míra inflace by měla dosáhnout 2,1 %^{147,148}.

Směnné kurzy

Následující graf zobrazuje vývoj kurzu české koruny vůči euru za posledních 5 let. V září roku 2012 byla koruna nejsilnější za celé sledované období, kurz byl 24,482 CZK/EUR. V roce 2013 začala Česká národní banka provádět devizové intervence, následně došlo ke skokovému oslabení kurzu koruny vůči eura až na 27,665 CZK/EUR. V roce 2014 měl rozhodující vliv na vývoj směnného kurzu přetrvávající závazek České národní banky udržet českou korunu poblíž 27 CZK/EUR. Koruna v tomto roce oscilovala okolo 27,50 CZK/EUR. Začátkem roku 2015 došlo k depreciazi měny, kurz byl na úrovni 28,112 CZK/EUR, jednalo se o nejslabší kurz koruny od roku 2009. Nicméně v průběhu roku se koruna přibližovala k 27 korunové hranici za euro. V roce 2016 Česká národní banka prováděla rozsáhlé intervence na devizovém trhu a svůj kurzový závazek uhájila. Ovšem v dubnu 2017 Česká národní banka ukončila svůj kurzový závazek a česká koruna se po více než třech letech dostala pod 27 korunovou hranici. Poté lze sledovat trend posilování české koruny a ke konci roku došlo k posílení koruny až na 25,477 CZK/ EUR. V době, kdy ČNB prováděla intervence, zajistila tak výhodný kurz pro exportéry. V současnosti, kdy koruna posiluje, dochází ke zhoršení situace pro exportéry, na druhou stranu se zlepšují podmínky pro podniky, které nakupují materiál v zahraničí¹⁴⁹.

¹⁴⁷ Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce – leden 2018* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.

¹⁴⁸ Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2016* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/analyza-vyvoje-ekonomiky-cr-za-rok-2016--230378/>.

¹⁴⁹ Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2016* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/analyza-vyvoje-ekonomiky-cr-za-rok-2016--230378/>.



Graf č. 1: Vývoj kurz CZK/EUR
(Zdroj: Česká národní banka)

Sociální a kulturní faktory

Počet obyvatel se ve Zlínském kraji snižuje vlivem přirozeného, ale také migračního úbytku. V kraji dochází k poklesu osob v produktivním věku, naopak se neustále zvyšuje počet obyvatel důchodového věku. Nejstarší věková skupina obyvatel se zvětšuje za daleko pomalejšího početního růstu dětí, dochází tedy k výraznému stárnutí obyvatel ve Zlínském kraji. Průměrná měsíční mzda v kraji je dlouhodobě druhá nejnižší mezi kraji. V roce 2016 průměrná hrubá měsíční mzda v kraji činila 26 246 Kč. Nejvíce osob je ve Zlínském kraji zaměstnáno ve zpracovatelském průmyslu, konkrétně 37,3 %. Poté následuje velkoobchod a maloobchod s podílem 11,1 % a stavebnictví s 8,3 %.

Ve struktuře pracovní síly se zvyšuje podíl vysokoškoláků, u ostatních stupňů vzdělání se podíl snižuje. Ve Zlínském kraji je nejvíce obyvatel se středním vzděláním bez maturity, konkrétně 38,3 %, zatímco podíl osob s maturitou je 30,9 %. Poměr obyvatel se středoškolským vzděláním se dlouhodobě udržuje na stejné úrovni. Zatímco podíl osob s vysokoškolským vzděláním se ve Zlínském kraji zvyšuje, v kraji má 15,9 % obyvatel vysokoškolské vzdělání.

Nezaměstnanost se v České republice snižuje. Tento trend je prospěšný pro českou ekonomiku, nicméně pro podniky to znamená vyšší vyjednávací sílu zaměstnanců, neboť čím menší počet lidí hledá práci, tím je pro firmy obtížnější najít nové pracovníky. Míra nezaměstnanosti má ve Zlínském kraji klesající tendenci. V roce 2012 byla míra nezaměstnanosti mírně nad průměrem České republiky. Zatímco v roce 2013 a 2014 byla

nezaměstnanost pod celorepublikovými hodnotami. V posledním roce byla nezaměstnanost ve Zlínském kraji o 0,9 p.b. vyšší než je celorepublikový průměr^{150,151}.

Technologické faktory

Podnik působí v oboru, v němž má velký význam technický a technologický pokrok. Aby podnikatelské subjekty drželi krok nejen s dobou, ale i konkurencí musí neustále inovovat. Inovace šetří jednak čas, ale také finanční prostředky, které musí podnik vynaložit v podobě nákladů na výrobu. Současná doba je také charakteristická tím, že zákazník požaduje co nejlepší a nejkvalitnější výrobek, a právě používám nejmodernějších technologií je podnik schopen tento požadavek splnit.

Podnik neustále investuje značně prostředky do nejnovějších technologií, samozřejmě také zvyšuje kvalifikaci pracovníků. Podnik využívá také dotačních programů, například pomocí prostředků z Evropského fondu pro regionální rozvoj podnik vybudoval výzkumné centrum pro vývoj protiteroristických bezpečnostních systémů. Což je v současné době velmi aktuálním tématem po celém světě. Podnik průběžně dle potřeb obnovuje komunikační a výpočetní techniku. V posledních letech také zařadil do výroby několik konvenčních strojů, díky kterým se zvyšuje efektivnost celé výroby, ale také dochází k dosažení vyšší přesnosti vyráběných výrobků. Vzhledem k charakteru výroby je pro podnik také důležité, zda do nových technologií investují také dodavatelé. V současnosti je trendem zařazovat do výroby robotické zařízení. Pokud tedy dodavatel začlení do výrobního procesu také robotické zařízení, například na úseku svařování, má to pro podnik řadu výhod. Nejenže dochází ke zpřesnění nakupovaných komponentů, ale také ke snížení ceny, což je pozitivní. A také to přispívá ke zvýšení kvality poskytovaný produktů. Podnik zaručuje kvalitu svých výrobků především využíváním nejmodernějších technologií a postupu, neustále se zvyšující kvalifikací pracovníků a kladením důrazu na úroveň výstupní kontroly. Množství spokojených zákazníků po celém světě potvrzuje skutečnost, že poskytované výrobky a služby splňují i ta nejnáročnější

¹⁵⁰ Český statistický úřad. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje Zlínského kraje* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/xz/zakladni_tendence_demografickeho_socialniho_a_ekonomickeho_vyvoje_zlinskeho_kraje.

¹⁵¹ Český statistický úřad. *Statistický bulletin – Zlínský kraj – 1. až 4. čtvrtletí 2016*. [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statisticky-bulletin-zlinsky-kraj-1-az-4-ctvrtleti-2016>.

přání zákazníků. Společnost disponuje velkým počtem platných certifikátů, které ji umožňují plnit i ty nejnáročnější úkoly.

4.1.2 Porterův model pěti sil

Konkurenční prostředí podniku bude vymezeno pomocí pěti základních faktorů. Mezi které patří rivalita mezi konkurenčními podniky, vyjednávací síla dodavatelů, hrozba vstupu nových konkurentů, vyjednávací síla odběratelů a hrozba substitutů.

Rivalita mezi konkurenčními podniky

Vzhledem k rozsáhlému výrobnímu portfoliu společnosti COMINFO je konkurence v České republice relativně omezená. Podnik má velmi dobrou pozici v oblasti komplexního řešení. Nicméně v rámci jednotlivých oblastí podnik čelí konkurenčnímu tlaku. Jeho konkurenty jsou úzce profilované podniky, které se věnují výrobě pouze určitého produktu. Mezi největší konkurenty v České republice v rámci dodávek turniketů se řadí: APROKS Praha, IVAR Brno, ARYKA Praha, AUTOGARD. V rámci docházkových systémů se jedná o: ANET Brno, EFG Trutnov, ID Karta Opava a RON Karviná. Samozřejmě má podnik také konkurenci v zahraničí, mezi největší zahraniční konkurenty patří rakouská společnost Gotschlich a švýcarská společnost Kaba. Společnost má také konkurenty v Číně, Indii a Turecku, nicméně tyto podniky vyrábějí pouze malé množství a kvalita nabízených výrobků je výrazně nižší. Významnou konkurenční výhodou je to, že je podnik schopen dodat výrobky v poměrně krátkém čase. Výhodou podniku je také vyspělá technologie výroby, kvalita výrobků a designová výrobní řešení.

V rámci finanční analýzy budou hodnoty dosažené podnikem porovnány se dvěma konkurenčními podniky. Konkrétně se jedná o společnost ANET-Advanced Network Technology, s.r.o., která vyvíjí, vyrábí a prodává identifikační systémy Anet. Konkrétně se jedná o docházkové systémy, systémy pro plánování lidských zdrojů, stravovací systémy a přístupové systémy. Druhou společností je ARYKA IN-WEST, a. s., která poskytuje komplexní služby k ochraně osob a majetku. Specializuje se na dodávku a servis bezpečnostních a slaboproudových systémů. Provádí montáž a instalaci prostředků k fyzické ochraně. Dále nabízí kamerové systémy pro banky či podnikatelské subjekty.

I přes skutečnost, že oba vybrané konkurenční podniky jsou menší než společnost COMINFO, jsou považovány za výrazné, jelikož se řadí mezi jedny z nejvýznamnějších v České republice.

Vyjednávací síla dodavatelů

V současnosti má podnik více než 5 tisíc dodavatelů. Vzhledem k tomu, že se podnik také zabývá závěrečnou montáží a komplementací nabízených výrobků, pořizuje některé druhy materiálu, ale také polotovary od dodavatelů. V některých případech společnost nejprve odebere malé množství za smluvní cenu, a poté testuje, zda to odpovídá jejich požadavkům. V současné době má společnost nejméně dva alternativní dodavatele pro každý výrobek. Vzhledem k výrobovému portfoliu společnost vyžaduje, aby dodávané výrobky odpovídali přesným požadavkům, neboť výrobky, které požaduje, jsou velmi technicky náročné. Společností, které se zabývají strojírenským průmyslem, je sice ve Zlínském kraji hodně, nicméně výrobky jsou tak technicky náročné, že pokud společnost chce či je nucena změnit dodavatele, trvá to minimálně půl roku. Ač by se zdálo, že hojnost strojírenského průmyslu ve Zlínském kraji je ku prospěchu společnosti, není tomu tak. Neboť někteří dodavatele mezi sebou komunikují a znají tedy ceny, za které výrobky prodávají, čímž roste jejich vyjednávací síla. Ovšem pokud se jedná o dodávky, které pocházejí z jiných krajů, je již situace lepší, ovšem na druhou stranu společnosti vznikají další náklady na dopravu výrobků.

Hrozba vstupu nových konkurentů

Vstup nových konkurentů do odvětví není vůbec jednoduchý. Vzhledem k technické náročnosti výroby je nutné mít dostatek finančních prostředků na nákup potřebných výrobních zařízení, které musí odpovídat nejnovějším technologiím. Dále je potřeba mít k dispozici velké montážní a výrobní prostory, samozřejmě také skladovací prostory. Pro samotnou výrobu je nutné také zajistit kvalifikované pracovníky. Také je potřeba investovat prostředky do marketingových aktivit. Jedná se například o různé formy reklam, firmy se také účastní významných mezinárodních veletrhů, kde prezentují své výrobky. Za další bariéru vstupu lze též pokládat získání dobrého jména společnosti na daném trhu.

Společnosti musí také zajistit bezpečnost nabízených systémů, musí tedy získat certifikáty, které toto garantují. Nicméně získat tyto certifikáty není jednoduché, a navíc se za tyto certifikáty platí značné poplatky. Například, aby společnost mohla provádět státní zakázku ve vyhrazeném prostoru, kde se nachází místnost, ve které se jedná o tajných státních věcech, musí disponovat certifikátem NBÚ na úrovni „Důvěrné“. Dále se jedná o certifikáty TÜV pro turnikety, které jsou zárukou bezpečnosti a kvality. Proto lze za bariéru vstupu na trh považovat získání bezpečnostních certifikátů. Za další překážku vstupu na trh, lze považovat vlastnictví patentů. Vždy když společnost vyvíjí nové výrobky či systémy, musí si dávat pozor na již existující patenty, aby nekopírovala cizí výrobky a neporušovala tím zákony.

Vyjednávací síla odběratelů

Velká část produkce podniku putuje do zahraničí. Mezi hlavní trhy podniku v rámci Evropy patří Rakousko, Polsko, Itálie, Německo, Španělsko, Irsko, Velká Británie. Mezi mimo evropské země patří Austrálie, Amerika, Spojené arabské emiráty, Jižní Afrika. Hlavními zákazníky společnosti COMINFO, a.s. jsou především společnosti, které chtějí mít dohled nad pohybem svých zaměstnanců, jedná se o společnosti z oblasti automobilového, elektro a strojírenského průmyslu. Také dodává identifikační systémy i zákazníkům z oblasti energetiky, finančnictví, zdravotnictví, školství, ale také do aquaparků a fitness center.

V zahraničí má podnik vybudovanou kvalitní dealerskou síť v různých státech, a také má zastoupení ve více než 40 státech prostřednictvím partnerských organizací. V Americe je podnik zastoupen prostřednictvím společnosti Cominfosec, v Austrálii společností Centamann. Tyto partnerské organizace nabízejí své vlastní řešení, ale implementují prvky vyrobené společností COMINFO. Společnost v rámci tuzemska dodává zákazníkům zejména řešení na míru, od zabezpečení dveří až po dodání a implementaci softwaru.

Mezi odběratele podniku patří například Ministerstvo práce a sociálních věcí České republiky, Městské lázně Zlín, Dopravní podnik města Brna, Univerzita Tomáše Bati, Armáda České republiky, ZOO Lešná u Zlína, Ministerstvo spravedlnosti Praha,

ČEZ a.s., Hanácká kyselka Horní Moštěnice, Thermal Park Bešeňova - Slovensko,
TV Channel 7 - Austrálie.

Hrozba substitutů

Substitutem se rozumí výrobky, které jsou vzájemně zaměnitelné. U docházkových systémů lze považovat za substitut papírovou evidenci, která se stále objevuje. Výhodou docházkových systémů je to, že se automaticky přenášejí data. Například údaje o docházce do práce, dovolené či nemoci se přímo přenášejí do mzdových systémů. V případě papírové evidence musí jednotlivé údaje zpracovat účetní. Moderní docházkové systémy tedy šetří práci, a proto lze sledovat zvyšující se zájem o tyto systémy. Také v rámci turniketů, lze sledovat zvyšující se poptávku, neboť samotný turniket nahrazuje fyzicky člověka.

4.2 Analýza vnitřního prostředí

K analýze vnitřního prostředí podniku bude využita McKinseyho 7S analýza.

4.2.1 McKinseyho 7S analýza

McKinseyho 7S analýza se používá pro hodnocení vnitřního prostředí, tento model nahlíží na každý podnik, jako na množinu sedmi faktorů, které se navzájem ovlivňují.

Strategie

Společnost COMINFO má stanovenou dlouhodobou strategii rozvoje podniku. Tuto strategii podnik průběžně upravuje na základě podnětů, které získá z trhu, a také informacích o nejnovějších technologiích. Strategie podniku je definována následovně: „Společnost vyvíjí a vyrábí pouze výrobky, které svou kvalitou, výjimečností a cenou jsou schopny uspět v mezinárodním obchodě¹⁵².“

Cílem společnosti COMINFO je také rozvoj nových technologií, identifikačních prvků a implementace vybraných technologií do příslušných systémů. Záměrem společnosti je

¹⁵² COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2016*. Zlín: COMINFO, a.s., 2016.

dále pronikat s vlastními výrobky na zahraniční trhy. Dlouhodobým cílem společnosti je navyšování tržního podílu v oblasti komplexních dodávek. Společnost se snaží co nejpřesněji identifikovat potřeby zákazníků a následně je uspokojovat v co nejvyšší kvalitě. Podnik ke každému zákazníkovi přistupuje individuálně a řešení na míru považuje za standard. Správnost stanovené strategie podniku jasně potvrzují dosažené obchodní výsledky.

Struktura

Organizační struktura podniku usnadňuje nejen spolupráci, ale také přehled mezi jednotlivými odděleními. Podnik se člení na divize, každá z nich se zaměřuje na jiné aktivity, ale jednotlivé divize ustavičně spolupracují v úzké blízkosti. Což je velkou výhodou podniku, díky které může podnik plnit individuální přání kupujících efektivně a rychle.

Vrcholovým orgánem společnosti je valná hromada. Statutárním orgánem je představenstvo. Představenstvo tvoří předseda a dva členové, také je zde prokura. Dozorčí rada představuje kontrolní orgán podniku, a je tvořena předsedou a dvěma členy. Představenstvo řídí ředitel a.s. a pod něj spadají jednotlivé divize. Obchod, Vývoj, výzkum a inovace, Výroba, Služby, Provoz. Každá divize má svého ředitele, zástupce a jednotlivé vedoucí oddělení. V jednotlivých divizích pracují špičkoví experti ve svém oboru.

Systémy

Podnik v současné době využívá informační program K2 atmitec. Pro podnik je tento systém velmi důležitý, neboť prostřednictvím něho jsou propojeny všechny divize. Informační systém K2 zajišťuje možnost evidence veškerých účetních dokladů s jejich návaznostmi na zakázky a objednávky. Informační systém K2 atmitec slouží pro pracovníky celé firmy, každý využívá jen tu část, kterou pro svou práci potřebuje. Variabilní je i nastavení, každý uživatel má zpřístupněné jen ty oblasti, se kterými pracuje. V současné době má společnost hodně výstupů a sestav, ušitých přímo na míru. Společnost využívá moduly Prodej, Finance, Nákup, Sklad, Mzdy, Výroba, Účetnictví, Majetek, Správce.

Styl

V podniku se ve velké míře uplatňuje demokratický styl řízení. Zaměstnanci mají možnost vyjádřit své názory. Nicméně konečné rozhodnutí musí manažer udělat sám. V důležitých rozhodnutích se uplatňuje autokratický styl řízení. Ve většině případů se ovšem jako nejlepší řešení jeví dohoda vedoucího s podřízeným. Ovšem vzhledem k počtu zaměstnanců se v některých případech uplatňuje pouze autokratický styl.

Spolupracovníci

V současné době společnost zaměstnává 152 pracovníků. Výběr pracovníků probíhá na základě výběrových řízení s přesně definovanými požadavky na obsazení pracovního místa. Každý pracovník má přesně stanovenou pracovní náplň, své povinnosti a kompetence, samozřejmě také nadřízené pracovníky, případně své podřízené pracovníky. Zaměstnanci jsou vysíláni na různá školení, která souvisí s jejich pracovní pozicí. Společnost například pořádá přímo na pracovišti jazykový kurz angličtiny. Podnik také podporuje další profesní vzdělávání a sebevzdělávání pracovníků. V oblasti lidských zdrojů je cílem společnosti udržení a získávání takových pracovníků, kteří rozumí dané práci, a tedy vědí, co dělají. Rozhodujícím kritériem je vzdělání a také praxe, důraz je kladen rovněž na reálné schopnosti a produktivitu vykonávané práce. Společnost nabízí svým zaměstnancům pružnou pracovní dobu, závodní stravování s příspěvkem ve výši 80 %, možnost čerpání až 5 dnů nadstandardní dovolené.

Schopnosti

Na všech pracovních pozicích ve společnosti COMINFO pracují odborníci a specialisté ve svém oboru. Schopnost synergie jednotlivých vývojových týmů umožňuje společnosti uplatnit výrobky na náročných trzích celého světa. Schopnosti pracovníků na různých pracovních pozicích se liší. U vyšších pozic ve společnosti je mimo odborných znalostí a jazykové vybavenosti zapotřebí také osobního charakteru, samotné vystupování a schopnost komunikace s lidmi. U výrobních pracovníků je kladen důraz především na nároky, které se týkají výkonnosti. Společnost si uvědomuje, že základním faktorem úspěchu celé společnosti jsou spokojení zaměstnanci, a proto se snaží svým zaměstnancům vytvářet přívětivé pracovní prostředí a nabízí svým zaměstnancům také řadu

benefitů. Nedílnou součástí rozvoje znalostí a dovedností všech pracovníků společnosti je pravidelná účast na školeních a nejrozličnějších kurzech.

Sdílené hodnoty

Pro podnik COMINFO je důležité, aby veškeré vztahy podniku byly založeny na korektním jednání. Nezbytnou podmínkou, proto aby všichni zaměstnanci sdíleli hodnoty podniku je, aby podnik obeznámil své pracovníky se strategií společnosti a s jejím budoucím vývojem. Tyto oba požadavky se snaží podnik naplňovat na schůzkách jednotlivých oddělení. Podnik se snaží systematicky rozvíjet schopnosti a dovednosti svých zaměstnanců, poskytuje svým zaměstnancům řadu motivačních programů, aby se zaměstnanci ve společnosti cítili dobře, ztotožnili se se strategií podniku a rádi pro podnik pracovali. Podnik COMINFO vychází vstříc zákazníkům nejen při jejich specifických požadavcích na design, ale také na funkce turniketů, a právě spokojenost zákazníků představuje jednu z hodnot společnosti.

5 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

V této kapitole bude zhodnocena finanční situace podniku prostřednictvím vybraných metod finanční analýzy. Finanční analýza podniku bude zpracována za období 2012-2016, tedy v pětiletém období, jenž předchází datu ocenění. V závěru této kapitoly bude souhrnně vyhodnocena finanční situace podniku.

5.1 Analýza absolutních ukazatelů

Výchozím bodem finanční analýzy je provedení horizontálního a vertikálního rozboru účetních výkazů. Horizontální analýza zachycuje vývoj jednotlivých položek účetních výkazů v čase. Změny budou uvedeny jednak v absolutním vyjádření, tedy v jednotce tisíc korun českých, změny rovněž budou uvedeny v procentuálním vyjádření. Zatímco vertikální analýza slouží ke stanovení procentuálního podílu ke zvolené základně. V případě analýzy majetku podniku základnu představují celková aktiva, v rámci analýzy zdrojů financování podniku je základna tvořena celkovými pasivy. Jako základ vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty v této práci jsou celkové výnosy podniku.

5.1.1 Analýza majetku společnosti

Cílem analýzy majetku společnosti je zjištění vývoje a složení majetku podniku. Celková aktiva podniku vykazovala rostoucí tendenci v letech 2014 a 2015, největší nárůst ve sledovaných letech nastal v roce 2015, kdy se celková aktiva zvýšila o 31 498 tis. Kč, tedy o více než 14 %. Tento nárůst byl způsoben především nárůstem oběžných aktiv, která vzrostla o více než 33 200 tis. Kč. V letech 2013 a 2016 došlo k poklesu celkových aktiv, pokles v roce 2013 o více než 7 600 tis. Kč byl způsoben především poklesem dlouhodobého majetku, konkrétně dlouhodobého hmotného majetku, který se snížil o 4 965 tis. Kč. V roce 2016 byl pokles zapříčiněn snížením peněžních prostředků, které v tomto roce poklesly o 10 984 tis. Kč.

Tabulka č. 3: Horizontální analýza vybraných položek aktiv
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2013-2012 | | 2014-2013 | | 2015-2014 | | 2016-2015 | |
|-----------------------------|--------------|--------|--------------|----------|--------------|--------|--------------|--------|
| | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % |
| Aktiva celkem | -7 609 | -3,60 | 15 462 | 7,59 | 31 498 | 14,38 | -15 453 | -6,17 |
| Dlouhodobý majetek | -8 496 | -10,69 | -704 | -0,99 | -1 016 | -1,45 | -3 967 | -5,73 |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | -748 | -15,26 | 5 086 | 122,44 | -1 312 | -14,2 | -2 211 | -27,89 |
| Dlouhodobý hmotný majetek | -4 965 | -6,98 | -31 766 | -48,03 | -373 | -1,09 | -2 988 | -8,79 |
| Dlouhodobý finanční majetek | -2 783 | -79,49 | 25 976 | 3 617,83 | 669 | 2,51 | 1 232 | 4,5 |
| Oběžná aktiva | 524 | 0,40 | 15 550 | 11,81 | 33 221 | 22,57 | -11 576 | -6,42 |
| Zásoby | -229 | -0,38 | 612 | 1,01 | 2 057 | 3,35 | 7 113 | 11,22 |
| Dlouhodobé pohledávky | -100 | -13,74 | -291 | -46,34 | -43 | -12,76 | -30 | -10,2 |
| Krátkodobé pohledávky | -6 638 | -14,39 | 2 791 | 7,07 | 4 201 | 9,93 | -7 675 | -16,51 |
| Peněžní prostředky | 7 491 | 32,15 | 12 438 | 40,40 | 27 006 | 62,48 | -10 984 | -15,64 |
| Časové rozlišení | 363 | 58,27 | 616 | 62,47 | -707 | -44,13 | 90 | 10,06 |

Tabulka č. 4: Vertikální analýza vybraných položek aktiv
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | v % | v % | v % | v % | v % |
| Aktiva celkem | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Dlouhodobý majetek | 37,64 | 34,87 | 32,09 | 27,65 | 27,78 |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 2,32 | 2,04 | 4,22 | 3,16 | 2,43 |
| Dlouhodobý hmotný majetek | 33,66 | 32,48 | 15,69 | 13,57 | 13,19 |
| Dlouhodobý finanční majetek | 1,66 | 0,35 | 12,18 | 10,92 | 12,16 |
| Oběžná aktiva | 62,07 | 64,65 | 67,18 | 71,99 | 71,80 |
| Zásoby | 28,86 | 29,82 | 28,00 | 25,30 | 29,99 |
| Dlouhodobé pohledávky | 0,34 | 0,31 | 0,15 | 0,12 | 0,11 |
| Krátkodobé pohledávky | 21,84 | 19,40 | 19,30 | 18,55 | 16,51 |
| Peněžní prostředky | 11,03 | 15,12 | 19,73 | 28,03 | 25,20 |
| Časové rozlišení | 0,29 | 0,48 | 0,73 | 0,36 | 0,42 |

Vývoj celkových aktiv je především determinován vývojem oběžných aktiv, která ve sledovaných letech zaujímají největší část celkových aktiv. Procentní zastoupení oběžného majetku roste, ve sledovaných letech se podíl oběžných aktiv na celkových aktivech pohybuje v rozmezí 62,07 % až 71,99 %. Na základě struktury aktiv lze tedy říci, že se jedná o kapitálově lehkou společnost. Oběžná aktiva vykazovaly rostoucí tendenci, pouze v roce 2016 došlo k poklesu. Největší položku oběžných aktiv tvoří zásoby, podíl zásob na celkových aktivech se postupně snižuje. V roce 2015 zásoby zaujímají 25,30 % celkových aktiv, ovšem v roce 2016 podíl zásob vzrostl na 29,99 %. Podíl peněžních prostředků na celkových aktivech postupně roste, v roce 2015 peněžní prostředky představují 28,03 % celkových aktiv, tedy v tomto roce je podíl peněžních prostředků na celkových aktivech vyšší než podíl zásob. Pohledávky podniku jsou tvořeny především krátkodobými pohledávkami. Krátkodobé pohledávky dosahují procentního podílu na celkových aktivech od 16,51 % v roce 2016 až po 21,84 % v roce 2013, tedy podíl krátkodobých pohledávek se snižuje. Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny především pohledávkami z obchodních vztahů. Menší část pohledávek je tvořena dlouhodobými pohledávkami.

Dlouhodobý majetek společnosti má klesající tendenci, podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech se pohybuje v rozmezí 27,65 % - 37,64 %. Největší část dlouhodobého majetku zaujímá dlouhodobý hmotný majetek, který je do konce roku 2013 tvořen především stavbami. V roce 2014 došlo k poklesu dlouhodobého hmotného majetku téměř o polovinu, konkrétně o 31 766 tis. Kč. Důvodem tohoto poklesu bylo především navýšení základního kapitálu nepeněžním vkladem ve společnosti SEC-COM, s.r.o., konkrétně se jednalo o pozemky a stavby na nich umístěné. Došlo tedy k poklesu dlouhodobého hmotného majetku a současně vzrostl dlouhodobý finanční majetek, konkrétně se jednalo o podíly - ovládaná nebo ovládající osoba, které vzrostly o 25 976 tis. Kč. Dlouhodobý nehmotný majetek měl ve všech letech klesající tendenci, vyjma roku 2014, kdy došlo k navýšení o 5 086 tis. Kč. Tento nárůst byl způsoben především navýšením ocenitelných práv společnosti, jednalo se konkrétně o vynálezy a patenty, jež společnost realizovala ve spojitosti s novými produkty.

5.1.2 Analýza zdrojů financování společnosti

Cílem analýzy zdrojů financování společnosti je zjištění vývoje a struktury financování společnosti. Vzhledem k tomu, že suma celkových aktiv se rovná sumě celkových pasiv, vývoj celkový pasiv je totožný s vývojem celkových aktiv. Tedy celková pasiva v roce 2014 a 2015 vzrostla, zatímco v roce 2013 a 2016 došlo k poklesu pasiv.

Vlastní kapitál zaujímá ve všech sledovaných letech největší podíl na celkových pasivech. V roce 2012 vlastní kapitál tvoří 68,61 % pasiv, v následujícím roce vlastní kapitál dosahoval největšího podílu na celkových pasivech, konkrétně 83,19 %. V posledních třech letech se podíl vlastního kapitálu snižuje, a v roce 2016 zaujímá 79,83 % pasiv. K největšímu nárůstu došlo v roce 2013, kdy se vlastní kapitál zvýšil o 24 471 tis. Kč. Nárůst v roce 2013 byl způsoben především nárůstem VH minulých let, jenž se zvýšil o více než 34 000 tis. Kč, zatímco VH běžného účetního období se v tomto roce snížil o 9 179 tis. Kč. Během sledovaných let nedošlo ke změnám základního kapitálu, výše fondů ze zisku se od roku 2013 nezměnila. Vlastní kapitál je nejvíce determinován VH minulých let, procentní zastoupení na hodnotě celkových pasiv se pohybuje v rozmezí 33,20 - 60,25. VH běžného účetního období má v prvních třech letech klesající tendenci, nicméně v roce 2015 vzrostl o 229,30 %, konkrétně o 39 064 tis. Kč. V tomto roce měl podnik nejvyšší VH, konkrétně 56 100 tis. Kč. Nárůst VH běžného účetního období byl způsoben především navýšením tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb o 50,14 % (90 836 tis. Kč).

Cizí zdroje ve všech sledovaných letech zaujímají menší část celkových pasiv. Největší podíl na celkových pasivech cizí zdroje zaujímali v roce 2012, konkrétně 28,21 %. K největšímu poklesu cizích zdrojů došlo v roce 2013, pokles byl zapříčiněn především snížením dlouhodobých závazků o 16 918 tis. Kč (59,97 %). Zatímco k největšímu nárůstu došlo v roce 2015, kdy se cizí zdroje podíleli na pasivech 26,37 %. Jejich růst byl především ovlivněn nárůstem dlouhodobých bankovních úvěrů, které vzrostli o 1 347,44 %, konkrétně o 24 254 tis. Kč, neboť společnost v tomto roce získala investiční úvěr se splatností v roce 2021. V roce 2016 došlo k poklesu cizích zdrojů o 19 114 tis. Kč, neboť došlo ke snížení dlouhodobých úvěrů téměř o 62 %. Krátkodobé závazky představují největší položku cizí zdrojů, v roce 2014 dokonce zaujímají 17,70 % celkových pasiv. Krátkodobé závazky jsou především tvořeny závazky z obchodních

vztahů a krátkodobými přijatými zálohami. V roce 2013 došlo k poklesu krátkodobých závazků o 8 673 tis. Kč, také podíl krátkodobých závazků na pasivech se snížil na 11,15 %. Důvodem tohoto poklesu bylo především snížení závazků z obchodních vztahů o 43,35 %. V následujících letech se opět závazky z obchodních vztahů zvyšují. V roce 2014 krátkodobé závazky vzrostly o 16 064 tis. Kč. Menší část cizích zdrojů je tvořena dlouhodobými závazky, jejich podíl se v průběhu sledovaného období snižuje.

Tabulka č. 5: Horizontální analýza vybraných položek pasiv
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2013-2012 | | 2014-2013 | | 2015-2014 | | 2016-2015 | |
|----------------------------|--------------|---------|--------------|----------|--------------|---------|--------------|--------|
| | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % |
| Pasiva celkem | -7 609 | -3,60 | 15 462 | 7,59 | 31 498 | 14,38 | -15 453 | -6,17 |
| Vlastní kapitál | 24 471 | 16,88 | 8 452 | 4,99 | 6 368 | 3,58 | 3 503 | 1,90 |
| Základní kapitál | 0 | 0,00 | 0 | 0,00 | 0 | 0,00 | 0 | 0,00 |
| Ážio a kapitálové fondy | -2 783 | -117,53 | -8 584 | 2 068,43 | 669 | -7,43 | 1 231 | -14,78 |
| Fondy ze zisku | 1 820 | 40,53 | 0 | 0,00 | 0 | 0,00 | 0 | 0,00 |
| VH minulých let | 34 613 | 49,35 | 27 254 | 26,02 | -33 365 | -25,28 | 26 101 | 26,46 |
| VH běžného účetního období | -9 179 | -25,19 | -10 218 | -37,49 | 39 064 | 229,30 | -23 829 | -42,48 |
| Cizí zdroje | -25 590 | -42,94 | 6 867 | 20,19 | 25 204 | 61,66 | -19 114 | -28,93 |
| Rezervy | - | - | 37 | 100,00 | -37 | -100,00 | - | - |
| Dlouhodobé závazky | -16 918 | -59,97 | -9 234 | -81,77 | 23 995 | 1165,37 | -15 841 | -60,80 |
| Krátkodobé závazky | -8 673 | -27,63 | 16 064 | 70,73 | 1 246 | 3,21 | -3 273 | -8,18 |
| Časové rozlišení | -6 489 | -96,52 | 143 | 61,11 | -74 | -19,63 | 158 | 52,15 |

Tabulka č. 6: Vertikální analýza vybraných položek pasiv
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | v % | v % | v % | v % | v % |
| Pasiva celkem | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Vlastní kapitál | 68,61 | 83,19 | 81,17 | 73,51 | 79,83 |
| Základní kapitál | 14,91 | 15,47 | 14,38 | 12,57 | 13,40 |
| Ážio a kapitálové fondy | 1,12 | -0,20 | -4,11 | -3,32 | -3,02 |
| Fondy ze zisku | 2,13 | 3,10 | 2,88 | 2,52 | 2,68 |
| VH minulých let | 33,20 | 51,44 | 60,25 | 39,36 | 53,05 |
| VH běžného účetního období | 17,25 | 13,38 | 7,78 | 22,39 | 13,72 |
| Cizí zdroje | 28,21 | 16,70 | 18,65 | 26,37 | 19,97 |
| Rezervy | - | - | 0,02 | - | - |
| Dlouhodobé závazky | 13,35 | 5,55 | 0,94 | 10,40 | 4,34 |
| Krátkodobé závazky | 14,86 | 11,15 | 17,70 | 15,97 | 15,63 |
| Časové rozlišení | 3,18 | 0,11 | 0,17 | 0,12 | 0,20 |

5.1.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Z provedené vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty lze vypořádat, že největší část celkových výnosů podniku ve všech sledovaných letech zaujímají tržby z prodeje výrobků a služeb. Podíl tržeb z prodeje výrobků a služeb na celkových výnosech roste. Tržby z prodeje výrobků a služeb mají v roce 2013 a 2014 klesající tendenci. V roce 2015 se tržby z prodeje výrobků a služeb navýšili o 45,93 %, konkrétně o 83 211 tis. Kč, tento nárůst byl způsoben především navýšením tržeb z prodeje výrobků v zahraničí. V tomto roce měla společnost nejvyšší tržby z prodeje výrobků, a také zaujímali největší podíl na celkových výnosech konkrétně 89,36 %. V roce 2016 se tržby z prodeje výrobků a služeb snížili o necelých 8 %. Tržby z prodeje zboží se na celkových výnosech podílejí od 3,29 % v roce 2014 až po 4,83 % v roce 2012. V rámci tržeb z prodeje zboží lze sledovat klesající trend, nicméně v roce 2015 se tržby z prodeje zboží navýšili o 6 296 tis. Kč., tedy o 91,09 %. Výkonová spotřeba má stejnou tendenci poklesu a růstu jako tržby. V průběhu sledovaných let se zvyšuje počet zaměstnanců firmy, dochází tedy

i k růstu osobních nákladů. Také podíl osobních nákladů na celkových výnosech ve sledovaných letech roste.

VH je především tvořen provozním VH, který má v roce 2013 a 2014 klesající tendenci. Nicméně v roce 2015 došlo z růstu o 46 119 tis. Kč (231,75 %), společnost měla v tomto roce nejvyšší provozní VH, který zaujímá 22,31 % celkových výnosů. V následujícím roce došlo opět k poklesu. Finanční VH společnosti byl v roce 2013 záporný, avšak v následujících dvou letech byl finanční VH již kladný a vykazoval rostoucí trend. V roce 2015 byl finanční VH opět záporný a v následujícím roce byla ztráta ještě větší, konkrétně 904 tis. Kč. Celkový VH má obdobný průběh jako provozní VH, tedy zpočátku měl klesající tendenci, ovšem v roce 2015 měla společnost nejvyšší VH, a v posledním roce došlo opět k poklesu.

Tabulka č. 7: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2013-2012 | | 2014-2013 | | 2015-2014 | | 2016-2015 | |
|--|--------------|---------|--------------|--------|--------------|---------|--------------|---------|
| | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % | v tis. Kč | v % |
| Tržby z prodeje výrobků a služeb | -16 185 | -7,45 | -19 989 | -9,94 | 83 211 | 45,93 | -21 018 | -7,95 |
| Tržby za prodej zboží | -3 331 | -26,50 | -2 325 | -25,17 | 6 296 | 91,09 | -545 | -4,13 |
| Výkonová spotřeba | -19 530 | -13,76 | -19 881 | -16,24 | 52 630 | 51,33 | -8 095 | -5,22 |
| Náklady vynaložené na prodané zboží | -2 867 | -35,23 | -582 | -11,04 | 1 735 | 37,00 | -1 526 | -23,75 |
| Spotřeba materiálu a energie | -15 796 | -13,29 | -22 262 | -21,59 | 51 907 | 64,22 | -7 169 | -5,40 |
| Služby | -867 | -5,81 | 2 963 | 21,09 | -1 012 | -5,95 | 600 | 3,75 |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-) | -4 798 | -40,61 | -6 310 | -89,92 | -4 140 | -585,57 | 5 721 | -166,65 |
| Aktivace (-) | -477 | -31,95 | 4 205 | 413,88 | 5 837 | 111,80 | -3 264 | -29,52 |
| Osobní náklady | 1 127 | 2,11 | -44 | -0,08 | 13 552 | 24,83 | 7 169 | 10,52 |
| Odpisy nehmotné a hmotného majetku | 798 | 10,09 | 581 | 6,68 | 735 | 7,92 | -152 | -1,52 |
| Provozní výsledek hospodaření | -15 671 | -33,91 | -10 636 | -34,83 | 46 119 | 231,75 | -26 330 | -39,88 |
| Finanční výsledek hospodaření | 1 914 | -203,18 | 2 077 | 213,68 | -3 460 | -113,48 | -493 | 119,95 |
| Výsledek hospodaření před zdaněním | -13 757 | -30,39 | -8 559 | -27,16 | 42 659 | 185,89 | -26 823 | -40,88 |
| Výsledek hospodaření za účetní období | -9 179 | -25,19 | -10 218 | -37,49 | 39 064 | 229,30 | -23 829 | -42,48 |

Tabulka č. 8: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| | v % | v % | v % | v % | v % |
| CELKOVÉ VÝNOSY | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Tržby z prodeje výrobků a služeb | 83,59 | 87,53 | 86,26 | 89,36 | 87,77 |
| Tržby za prodej zboží | 4,83 | 4,02 | 3,29 | 4,46 | 4,57 |
| Výkonová spotřeba | 54,59 | 53,27 | 48,82 | 52,44 | 53,04 |
| Náklady vynaložené na prodané zboží | 3,13 | 2,29 | 2,23 | 2,17 | 1,77 |
| Spotřeba materiálu a energie | 45,72 | 44,86 | 38,49 | 44,86 | 45,29 |
| Služby | 5,74 | 6,11 | 8,10 | 5,41 | 5,99 |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-) | 4,54 | 3,05 | 0,34 | -1,16 | 0,83 |
| Aktivace (-) | 0,57 | 0,44 | 2,49 | 3,74 | 2,81 |
| Osobní náklady | 20,58 | 23,77 | 25,99 | 23,03 | 27,16 |
| Odpisy nehmotné a hmotného majetku | 3,04 | 3,79 | 4,42 | 3,39 | 3,56 |
| Provozní výsledek hospodaření | 17,77 | 13,29 | 9,48 | 22,31 | 14,31 |
| Finanční výsledek hospodaření | -0,36 | 0,42 | 1,45 | -0,14 | -0,33 |
| Výsledek hospodaření před zdaněním | 17,41 | 13,71 | 10,93 | 22,17 | 13,99 |
| Výsledek hospodaření za účetní období | 14,01 | 11,86 | 8,11 | 18,96 | 11,64 |

5.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů patří k nejpoužívanějším metodám ve finanční analýze, neboť umožňuje získat rychle přehled o finanční situaci podniku. V rámci této podkapitoly budou uvedeny ukazatelé rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Výsledné hodnoty výše uvedených poměrových ukazatelů budou srovnány se dvěma konkurenčními podniky, a to se společností ANeT a společností ARYKA IN-WEST. Výsledné hodnoty budou také porovnány s oborovým průměrem.

5.2.1 Ukazatele rentability

Prostřednictvím vybraných ukazatelů rentability bude vyhodnocena výnosnost podniku, konkrétně se jedná o ukazatel rentability celkových vložených aktiv, rentability vlastního kapitálu, rentability tržeb a rentability investovaného kapitálu.

Rentabilita celkových vložených aktiv (ROA)

Hodnoty ukazatele rentability celkových vložených aktiv se ve sledovaných letech pohybují od 10,53 % v roce 2014 do 26,34 % v roce 2015. V roce 2012 hodnota ukazatele činila 21,64 %, v tomto roce došlo k více než dvojnásobnému překročení oborového průměru. Hodnoty ukazatele v následujících dvou letech poklesly, důvodem toho poklesu bylo především snížení provozního VH, který v obou letech poklesl o více než 30 %. Pouze v roce 2014 byla rentabilita společnosti nižší než oborový průměr. V roce 2015 došlo k výraznému navýšení hodnoty ukazatele na 26,34 %, v důsledku navýšení provozního VH o více než 231 %. I když rentabilita v prvních třech letech měla klesající tendenci, tak společnost ve všech sledovaných letech, vyjma roku 2014, měla rentabilitu vyšší než oborový průměr. Při porovnání s konkurenčními společnostmi dosahovala ANeT vyšší rentability pouze v roce 2012 a 2014, zatímco společnost ARYKA IN-WEST má ve všech letech nižší rentabilitu, vyjma roku 2014, kdy měla rentabilitu vyšší pouze o 0,33 p.b..

Tabulka č. 9: Rentabilita celkových vložených aktiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROA | 21,64 | 15,59 | 10,53 | 26,34 | 16,63 |
| Oborový průměr | 9,96 | 8,13 | 13,28 | 12,96 | 10,54 |
| ANeT | 27,18 | 9,65 | 12,04 | 20,23 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | 0,91 | 17,17 | 10,86 | 13,79 | 14,57 |

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Ukazatel rentability vlastního kapitálu má obdobný průběh jako ROA. Nejhorší rok byl 2014, kdy byla rentabilita pouze 9,58 %. Nicméně v následujícím roce hodnota ukazatele prudce vzrostla, téměř o 21 %, protože došlo k výraznému navýšení VH. Hodnoty ukazatele se ve všech letech, stejně jako u ROA, nachází na oborovém průměrem, vyjma roku 2014, kdy byla rentabilita nižší o 10,75 p.b.. I obě konkurenční společnosti mají ve sledovaných letech obdobný vývoj ROE jako ROA. Společnost ANeT dosahuje vyšší rentability než hodnocená společnost pouze v roce 2012, a hodnota ROE je také pouze v roce 2014 pod oborovým průměrem. Společnost ARYKA IN-WEST má v prvním roce sledovaného období dokonce zápornou rentabilitu, neboť v měla záporný EAT, v dalších letech má již rentabilitu vyšší než 10 %.

Tabulka č. 10: Rentabilita vlastního kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE | 25,14 | 16,09 | 9,58 | 30,45 | 17,19 |
| Oborový průměr | 13,28 | 11,60 | 20,33 | 18,76 | 15,75 |
| ANeT | 25,41 | 8,39 | 11,17 | 18,47 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | -2,39 | 15,70 | 10,00 | 14,06 | 20,86 |

Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel rentability tržeb má opět obdobný trend jako předchozí ukazatele rentability. Zprvu byla hodnota rentability vysoká, ovšem v následujících dvou letech se společnosti snížili tržby z prodeje výrobků a služeb, a došlo k poklesu ROS. Ovšem v roce 2015 došlo k výraznému navýšení tržeb, konkrétně o 50,14 %, a tak hodnota rentability v tomto roce byla 20,21 %. Hodnoty ukazatele ROS společnosti COMINFO se ve všech letech nacházeli nad oborovým průměrem, dokonce v roce 2015 ROS převyšovala oborový průměr více než trojnásobně. Společnost ANeT také ve všech letech převyšovala oborový průměr a měla obdobný vývoj hodnot jako u ostatních ukazatelů rentability.

ARYKA IN-WEST měla ROS v prvním roce opět zápornou, nicméně v následujících letech se hodnoty pohybují nad oborovým průměrem.

Tabulka č. 11: Rentabilita tržeb

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|-------|-------|------|-------|-------|
| ROS | 15,85 | 12,95 | 9,06 | 20,21 | 12,60 |
| Oborový průměr | 4,97 | 3,49 | 6,06 | 5,71 | 4,88 |
| ANeT | 15,91 | 6,00 | 7,66 | 12,39 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | -1,30 | 12,44 | 6,66 | 7,96 | 11,62 |

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE)

Rentabilita investovaného kapitálu představuje ukazatel, který pro společnost COMINFO vykázal nejpříznivější hodnoty. Na začátku sledovaného období ukazatel vykázal vysokou hodnotu, konkrétně 26,41 %. Oborový průměr v tomto roce byl překročen více než trojnásobně. Opět jako u ostatních ukazatelů rentability v následujících dvou letech hodnota ukazatele poklesla, a nejnižší hodnota byla v roce 2014. V následujícím roce došlo k prudkému nárůstu hodnoty na 31,40 %. Oborový průměr byl překročen téměř o 13 p.b.. V posledním roce došlo k poklesu hodnoty ukazatele o 11,65 p.b.. Společnost ANeT dosáhla lepšího výsledku než společnost COMINFO pouze v roce 2012. ARYKA IN-WEST měla lepší hodnotu rentability pouze v roce 2014, ale ani ona nedosáhla v daném roce na oborový průměr.

Tabulka č. 12: Rentabilita investovaného kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROCE | 26,41 | 17,57 | 12,83 | 31,40 | 19,75 |
| Oborový průměr | 7,99 | 13,24 | 15,36 | 18,65 | 15,34 |
| ANeT | 31,27 | 10,65 | 14,12 | 23,60 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | 1,06 | 20,09 | 13,72 | 16,77 | 19,70 |

5.2.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vypovídají o tom, jak společnost efektivně hospodaří s aktivy a jejich jednotlivými složkami. Mezi ukazatele aktivity se řadí obrat celkových aktiv, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a doba obratu závazků.

Obrat celkových aktiv

Obrat celkových aktiv se ve sledovaném období pohyboval v intervalu od 0,86 do 1,11. U tohoto ukazatele platí, že výsledná hodnota by měla být co nejvyšší, minimální doporučená hodnota tohoto ukazatele je 1. Výsledné hodnoty se ve všech letech, vyjma roku 2014, pohybují nad doporučenou hodnotou. Vzhledem k navýšení tržeb a hodnoty celkových aktiv byla v roce 2015 dosažena nejvyšší hodnota, konkrétně 1,11. Ve všech sledovaných letech je obrat celkových aktiv nižší než oborový průměr. Pouze společnost ANeT a ARYKA IN-WEST v roce 2012 dosahují hodnot vyšších než je oborový průměr. Při porovnání s konkurencí má společnost nižší obrat celkových aktiv ve všech letech.

Tabulka č. 13: Obrat celkových aktiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST, a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|
| Obrat celkových aktiv | 1,09 | 1,03 | 0,86 | 1,11 | 1,09 |
| Oborový průměr | 1,36 | 1,54 | 1,68 | 1,72 | 1,63 |
| ANeT | 1,39 | 1,27 | 1,24 | 1,72 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | 1,55 | 1,07 | 1,25 | 1,42 | 1,24 |

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob se ve sledovaných letech pohybuje v rozmezí 82,22 dní až 117,41 dní. Obecně platí, že doba, po kterou jsou zásoby vázány v podniku, by měla být co nejkratší. Od roku 2012 dochází k nárůstu doby obratu zásob, což není pro společnost pozitivní. Nicméně v roce 2015 se již situace společnosti zlepšila, a doba obratu byla 82,22 dní. Ovšem ve všech sledovaných letech doba obratu zásob více než dvojnásobně převyšuje oborový průměr. Nejlépe je na tom společnost ARYKA IN-WEST, její doba obratu zásob

se pohybuje od 7,79 do 30,93 dní a ve všech sledovaných letech je nižší než doba obratu u společnosti COMINFO a ANeT, dokonce jsou její hodnoty v celém sledovaném období nižší než oborový průměr.

Tabulka č. 14: Doba obratu zásob

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou ve dnech | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Doba obratu zásob | 95,45 | 103,91 | 117,41 | 82,22 | 99,14 |
| Oborový průměr | 47,99 | 44,06 | 42,56 | 39,92 | 42,14 |
| ANeT | 37,53 | 39,42 | 41,52 | 40,50 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | 7,79 | 25,76 | 30,93 | 21,37 | 23,86 |

Doba obratu pohledávek

Doba obratu pohledávek se ve sledovaných letech pohybovala od 54,96 dní v roce 2016 do 81,60 dní v roce 2014. Doba obratu pohledávek se pro společnost vyvíjí pozitivně, neboť lze sledovat klesající trend, vyjma roku 2014. Tedy snižuje se průměrný počet dní, po které musí společnost čekat na inkaso svých pohledávek. U společnosti ANeT lze naopak pozorovat rostoucí trend, a v roce 2015 má společnost COMINFO dokonce kratší dobu obratu pohledávek. Pro společnost ARYKA IN-WEST není situace příznivá, neboť má vysokou dobu obratu pohledávek a navíc lze sledovat rostoucí trend.

Tabulka č. 15: Doba obratu pohledávek

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s.)

| Údaje jsou ve dnech | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Doba obratu pohledávek | 73,39 | 68,67 | 81,60 | 60,68 | 54,96 |
| ANeT | 41,67 | 62,21 | 55,51 | 66,39 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | 98,56 | 138,66 | 138,14 | 149,28 | 171,12 |

Doba obratu závazků

Doba obratu závazků se ve sledovaných letech pohybovala od 33,39 dní v roce 2013 do 71,92 dní v roce 2014. Doba obratu závazku se pro společnost nevyvíjí pozitivně, neboť dochází ke zkrácení doby, ve které společnost hradí své závazky, tedy neefektivně využívá dodavatelské úvěry. Navíc po celé sledované období je doba obratu pohledávek delší než doba obratu závazků, což není pro společnost pozitivní, neboť své závazky hradí v kratší době, než zinkasuje své pohledávky. Doba obratu závazků se nejvíce přiblížila době obratu pohledávek v roce 2014, kdy společnost hradila své závazky pouze o 9 dní dříve, než přijala úhradu od svých odběratelů. Situace není pozitivní ani u obou konkurenčních společností, neboť obě hradí své závazky také dříve, než zinkasují pohledávky a navíc mají dobu obratu závazků ve všech letech kratší než společnost COMINFO.

Tabulka č. 16: Doba obratu závazků

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s.)

| Údaje jsou ve dnech | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doba obratu závazků | 44,13 | 33,39 | 71,92 | 43,27 | 43,16 |
| ANeT | 33,93 | 26,16 | 42,34 | 37,17 | n.a. |
| ARYKA IN-WEST | 33,23 | 48,84 | 40,66 | 40,10 | 70,51 |

5.2.3 Ukazatele zadluženosti

V rámci ukazatelů zadluženosti bude posouzena celková zadluženost, koeficient samofinancování a úrokové krytí.

Celková zadluženost

Celková zadluženost udává, do jaké míry podnik financuje svůj majetek prostřednictvím cizích zdrojů. Společnost COMINFO byla nejvíce zadlužená v roce 2012. V následujícím roce se zadluženost snížila o 11,51 p.b., konkrétně na 16,70 %. Poté se zadluženost společnosti zvyšuje. Průměrná zadluženost společnosti za celé sledované období je 21,98 %, dá se tedy říci, že společnost při financování svého majetku upřednostňuje

vlastní kapitál. Navíc je zadluženost ve všech sledovaných letech výrazně nižší ve srovnání s oborovým průměrem. Obě konkurenční společnosti jsou dokonce ve všech letech, vyjma společnosti ARYKA v roce 2016, méně zadlužené než hodnocená společnost.

Tabulka č. 17: Celková zadluženost

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST, a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Celková zadluženost | 28,21 | 16,70 | 18,65 | 26,37 | 19,97 |
| Oborový průměr | 51,53 | 51,49 | 51,72 | 46,26 | 47,84 |
| ANeT | 13,09 | 9,20 | 14,62 | 13,34 | 10,24 |
| ARYKA IN-WEST | 16,09 | 15,19 | 14,00 | 21,70 | 30,81 |

Koeficient samofinancování

Koeficient samofinancování vyjadřuje finanční stabilitu podniku a je opakem k ukazateli celkové zadluženosti, udává tedy, do jaké míry podnik kryje svůj majetek pouze vlastními zdroji. Jak už bylo řečeno u ukazatele celkové zadluženosti, společnost financuje svůj majetek především z vlastních zdrojů, průměrná hodnota koeficientu samofinancování je přibližně 77 %. Při porovnání s oborovým průměrem společnost COMINFO využívá k financování majetku vlastní zdroje ve větším rozsahu. Koeficient samofinancování se u společnosti ANeT pohybuje okolo 87 %, a u společnosti ARYKA IN-WEST okolo 80 %.

Tabulka č. 18: Koeficient samofinancování

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| Údaje jsou v % | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Koeficient samofinancování | 68,61 | 83,19 | 81,17 | 73,51 | 79,83 |
| Oborový průměr | 47,34 | 46,46 | 50,00 | 52,19 | 50,60 |
| ANeT | 86,91 | 90,56 | 85,24 | 86,64 | 89,55 |
| ARYKA IN-WEST | 83,91 | 84,81 | 86,00 | 78,30 | 69,19 |

Úrokové krytí

Úrokové krytí udává, kolikrát je podnik schopen krýt nákladové úroky VH podniku. Vzhledem k většímu procentuálnímu poklesu VH než poklesu nákladových úroků, lze do roku 2014 pozorovat rostoucí trend úrokového krytí. V roce 2015 se sice zvýšil VH o více než 230 %, ovšem procentní nárůst nákladových úroků byl vyšší a došlo tedy ke snížení úrokového krytí. Společnost ANeT vzhledem k velmi nízkým úrokovým nákladům má velmi vysoké hodnoty úrokového krytí, od roku 2014 dokonce žádné nákladové úroky nevykazuje. ARYKA IN-WEST je na tom ve srovnání se společností COMINFO i ANeT v prvním roce mnohem hůře, neboť zisk pokrývá nákladové úroky pouze 5,45 krát, V dalších letech se již situace společnosti ARYKA velmi zlepšila.

Tabulka č. 19: Úrokové krytí

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|--------|--------|----------|--------|--------|
| Úrokové krytí | 100,70 | 131,20 | 176,18 | 161,80 | 125,71 |
| ANeT | 444,00 | 397,50 | - | - | - |
| ARYKA IN-WEST | 5,45 | 264,68 | 2 025,00 | 264,85 | 101,56 |

5.2.4 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity slouží k posouzení schopnosti podniku dostát svým krátkodobým závazkům. Mezi ukazatele likvidity patří běžná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita.

Běžná likvidita

Doporučené hodnoty ukazatele běžné likvidity jsou v rozmezí 1,5-2,5. Hodnoty běžné likvidity se po celé sledované období nacházejí nad doporučeným intervalem, dokonce ve všech sledovaných letech běžná likvidita více než dvojnásobně převyšuje oborový průměr. Společnost nemá problémy s běžnou likviditou a ve všech sledovaných letech je schopná pokrýt krátkodobé závazky oběžnými aktivy. Obě konkurenční společnosti

mají dokonce vyšší běžnou likviditu, vyjma roku 2016 kdy měla společnost ARYKA IN-WEST nižší likviditu než společnost COMINFO.

Tabulka č. 20: Běžná likvidita

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Běžná likvidita | 4,18 | 5,80 | 3,80 | 4,51 | 4,59 |
| Oborový průměr | 1,99 | 1,46 | 1,52 | 1,57 | 1,56 |
| ANeT | 5,80 | 8,07 | 5,40 | 6,03 | 7,89 |
| ARYKA IN-WEST | 5,01 | 5,09 | 5,53 | 5,07 | 3,39 |

Pohotová likvidita

Pohotová likvidita by se měla pohybovat v intervalu od 1,0 do 1,5. Stejně jako u běžné likvidity, se hodnoty pohotové likvidity ve všech letech pohybují na doporučeném intervalu a také nad oborovým průměrem. Dá se tedy říci, že i bez nejméně likvidní složky zásob je společnost schopná hradit své závazky. Stejně jako u běžné likvidity konkurenční společnosti mají lepší pohotovou likviditu než společnost COMINFO.

Tabulka č. 21: Pohotová likvidita

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Pohotová likvidita | 2,24 | 3,12 | 2,21 | 2,92 | 2,68 |
| Oborový průměr | 1,32 | 0,95 | 0,97 | 1,01 | 1,01 |
| ANeT | 4,70 | 6,56 | 4,42 | 4,94 | 6,56 |
| ARYKA IN-WEST | 4,78 | 4,56 | 4,71 | 4,54 | 3,05 |

Okamžitá likvidita

Hodnoty okamžité likvidity by se měli pohybovat v doporučeném intervalu 0,2-0,5. Stejně jako u obou předchozích ukazatelů se i hodnoty okamžité likvidity ve všech letech pohybují nad doporučeným intervalem i oborovým průměrem. Společnost má k dispozici dostatečné finanční prostředky, které může použít na úhradu krátkodobých závazků. I v případě okamžité likvidity dosahuje společnost ANeT vyšších hodnot. Ze všech porovnávaných společností splňuje doporučený interval pouze společnost ARYKA IN-WEST, ovšem pouze v roce 2015 a 2016.

Tabulka č. 22: Okamžitá likvidita

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o., ARYKA IN-WEST a.s. a statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Okamžitá likvidita | 0,74 | 1,36 | 1,11 | 1,75 | 1,61 |
| Oborový průměr | 0,24 | 0,16 | 0,20 | 0,19 | 0,22 |
| ANeT | 3,45 | 4,18 | 3,11 | 3,14 | 4,77 |
| ARYKA IN-WEST | 0,69 | 1,14 | 0,57 | 0,39 | 0,35 |

5.3 Analýza soustav ukazatelů

Finanční situaci podniku lze posoudit prostřednictvím celé řady poměrových ukazatelů, ovšem každý ukazatel se věnuje pouze určité oblasti, v čemž spočívá omezení jejich vypovídací schopnosti. V rámci této diplomové práce bude posouzena finanční situace podniku prostřednictvím dvou vybraných soustav ukazatelů, konkrétně pomocí Altmanovy analýzy a Indexu IN05.

5.3.1 Altmanova analýza

Altmanův model hodnotí podnik jako finančně stabilní, je-li hodnota Z-score větší než 2,9. Společnost COMINFO ve všech sledovaných letech dosahuje vyšších hodnot. V roce 2013 přispěl k výraznému navýšení hodnoty Z-score především ukazatel X4, neboť došlo ke snížení cizích zdrojů téměř o 43 %. V následujícím roce lze sledovat klesající trend. I když v roce 2015 došlo k výraznému navýšení tržeb, hodnota se

i v tomto roce snížila, neboť vzrostlo zapojení cizích zdrojů. V posledním roce došlo k navýšení na hodnotu 4,24. Vzhledem k vysokým hodnotám Z-score se dá říci, že podnik je finančně zdravý a v blízké době mu nehrozí bankrot.

Tabulka č. 23: Altmanův model

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | | Váha ukazatele | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|------------------------------------|----------------|------|------|------|------|------|
| X1 | ČPK/aktiva | 0,717 | 0,47 | 0,53 | 0,49 | 0,56 | 0,56 |
| X2 | Nerozdělený zisk/aktiva | 0,847 | 0,33 | 0,51 | 0,60 | 0,39 | 0,53 |
| X3 | EBIT/aktiva | 3,107 | 0,22 | 0,16 | 0,11 | 0,26 | 0,17 |
| X4 | Vlastní kapitál/cizí zdroje | 0,420 | 2,43 | 4,98 | 4,35 | 2,79 | 4,00 |
| X5 | Tržby/aktiva | 0,998 | 1,23 | 1,13 | 0,96 | 1,18 | 1,18 |
| X1 | ČPK/aktiva * 0,717 | | 0,34 | 0,38 | 0,35 | 0,40 | 0,40 |
| X2 | Nerozdělený zisk/aktiva * 0,847 | | 0,28 | 0,43 | 0,51 | 0,33 | 0,45 |
| X3 | EBIT/aktiva * 3,107 | | 0,68 | 0,50 | 0,34 | 0,81 | 0,53 |
| X4 | Vlastní kapitál/cizí zdroje * 0,42 | | 1,02 | 2,09 | 1,83 | 1,17 | 1,68 |
| X5 | Tržby/aktiva * 0,998 | | 1,23 | 1,13 | 0,96 | 1,18 | 1,18 |
| Altmanův index | | | 3,55 | 4,53 | 3,99 | 3,89 | 4,24 |

5.3.2 Index IN05

Hodnoty Indexu IN05 jsou ve všech letech vyšší než 1,6, což značí, že podnik je schopen vytvářet hodnotu pro vlastníky a současně není v dohledné době ohrožen bankrotem. Tedy stejně jako Altmanův index finančního zdraví hodnotí i tento Index podnik velmi kladně. Nejvyšší hodnota byla dosažena v roce 2013 a 2014. V roce 2013 byla hodnota Indexu IN05 nejvíce determinována ukazatelem Aktiva/cizí zdroje, neboť v tomto roce došlo k výraznému navýšení cizích zdrojů. Zatímco v roce 2015 byl růst hodnoty Indexu IN05 především zapříčiněn nárůstem VH.

Tabulka č. 24: Index IN05

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | Váha ukazatele | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|----------------|------|------|------|------|------|
| Aktiva/cizí zdroje | 0,13 | 3,54 | 5,99 | 5,36 | 3,79 | 5,01 |
| EBIT/nákladové úroky | 0,04 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 |
| EBIT/aktiva | 3,97 | 0,22 | 0,16 | 0,11 | 0,26 | 0,17 |
| Výnosy/aktiva | 0,21 | 1,23 | 1,13 | 0,96 | 1,18 | 1,18 |
| Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry) | 0,09 | 4,18 | 5,80 | 3,80 | 4,51 | 4,59 |
| Aktiva/cizí zdroje * 0,13 | | 0,46 | 0,78 | 0,70 | 0,49 | 0,65 |
| EBIT/nákladové úroky * 0,04 | | 0,36 | 0,36 | 0,36 | 0,36 | 0,36 |
| EBIT/aktiva * 3,97 | | 0,87 | 0,64 | 0,44 | 1,03 | 0,67 |
| Výnosy/aktiva * 0,21 | | 0,26 | 0,24 | 0,20 | 0,25 | 0,25 |
| Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry) * 0,09 | | 0,38 | 0,52 | 0,34 | 0,41 | 0,41 |
| Index IN05 | | 2,33 | 2,54 | 2,04 | 2,54 | 2,34 |

5.4 Shrnutí výsledků analýzy

Celková aktiva společnosti vykazovala v letech 2014 a 2015 rostoucí tendenci, v roce 2013 a 2016 došlo k poklesu. Největší nárůst celkových aktiv nastal v roce 2015, kdy se celková aktiva zvýšila o více než 31 400 tis. Kč, růst byl způsoben především nárůstem oběžných aktiv. Ve všech sledovaných letech oběžná aktiva zaujímají největší část celkových aktiv. Procentní zastoupení oběžného majetku roste, v roce 2015 tvoří oběžná aktiva téměř 72 % celkových aktiv, dá se tedy říci, že se jedná o kapitálově lehkou společnost. Oběžná aktiva jsou tvořena především zásobami. Zastoupení dlouhodobého majetku na celkových aktivech se postupně snižuje. Největší položkou dlouhodobého majetku je dlouhodobý hmotný majetek, který je tvořen především stavbami a pozemky.

Na základě provedené analýzy lze říci, že společnost při financování svého majetku upřednostňuje vlastní kapitál. Podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech byl ve všech sledovaných letech vyšší než 68,61 %. Vlastní kapitál je ovlivněn především vývojem

VH minulých let. VH běžného účetního období je ve všech letech kladný, zpočátku sledovaných let měl klesající tendenci, ovšem v roce 2015 dosáhla společnost nejvyššího zisku. Cizí zdroje jsou tvořeny především krátkodobými závazky. K největšímu nárůstu cizích zdrojů došlo v roce 2015, kdy společnost získala dlouhodobý bankovní úvěr.

Všechny ukazatelé rentability vykazovaly v prvním roce sledovaného období vysoké hodnoty, ovšem v následujících dvou letech se v důsledku poklesu zisku rentabilita snížila. Nicméně v roce 2015 došlo k výraznému navýšení tržeb a všechny ukazatelé rentability dosáhli nejvyšších hodnot. Celkově lze říci, že ziskovost společnosti je ve všech letech poměrně vysoká, vyjma roku 2014, neboť hodnoty ve všech sledovaných letech jsou vyšší než oborový průměr.

Na základě provedené analýzy obratu celkových aktiv se dá říci, že společnost disponuje nadbytečnými aktivy, ke kterým se vážou dodatečné náklady. Sice minimální doporučená hodnota není splněna pouze v roce 2014, ale obrat celkových aktiv je ve všech letech nižší než oborový průměr a taktéž nižší než obrat celkových aktiv obou konkurenčních společností. Také doba obratu zásob vypovídá o neefektivním hospodaření se zásobami společnosti. Doba obratu zásob ve všech sledovaných letech více než dvojnásobně převyšuje oborový průměr. Společnost hradí své závazky ve všech sledovaných letech v kratší době, než obdrží úhradu od svých odběratelů, což pro společnost není pozitivní, neboť efektivně nevyužívá možnosti bezúročných dodavatelských úvěrů.

Celková zadluženost společnosti COMINFO se pohybuje okolo 22 %, dokonce má nižší zadluženost než činí oborový průměr. Lze tedy říci, že pro krytí svých potřeb upřednostňuje vlastní zdroje před cizími zdroji. Konkurenční společnosti mají dokonce ještě nižší zadluženost. Společnost COMINFO je schopná z vytvořeného VH krýt bez problému nákladové úroky.

Vzhledem ke stavu a struktuře oběžného majetku společnost nemá problémy se žádnou z likvidit, což je pozitivní, neboť likvidita je předpokladem finanční stability. Na druhou stranu příliš vysoká likvidita snižuje výnosnost podniku. Ve všech letech se hodnoty všech ukazatelů likvidit pohybují nad doporučeným intervalem.

Altmanův model i Index IN05 hodnotí podnik jako prosperující, výsledné hodnoty obou modelů se nacházejí ve všech letech nad šedou zónou. Dá se tedy říci, že podnik je finančně zdravý a v blízké době není ohrožen bankrotem, taktéž vytváří hodnotu pro vlastníky, což je pozitivní.

Na základě výsledků provedené finanční analýzy lze u podniku předpokládat dlouhodobou perspektivu. Podnik COMINFO je finančně zdravý a netrpí vážnými problémy, které by měly vliv na jeho existenci.

5.5 SWOT matice

V této podkapitole jsou shrnuty nejdůležitější vnitřní faktory (silné a slabé stránky podniku), a také vnější faktory (příležitosti a hrozby), které mají vliv na úspěšnost hodnoceného podniku. K sestavení SWOT analýzy byly využity poznatky zjištěné v rámci provedené strategické a finanční analýzy.

Silné stránky

- vlastnictví významných certifikátů
- nízká míra zadluženosti
- dostatek likvidních prostředků
- vlastní vývojový tým
- stabilní dlouholetá pozice na trhu
- možnost úpravy produktů dle vlastních potřeb
- dlouholetá praxe v oboru
- Hotline - kvalifikovaná a spolehlivá technická podpora

Slabé stránky

- nedostatek kvalifikovaný pracovníků na některých pozicích
- klesající doba obratu závazků
- rostoucí doba obratu zásob

Příležitosti

- dotační programy na technologie a vzdělávání
- expanze na zahraniční trhy
- vývoj nových produktů v oblasti zabezpečení
- zvyšující se poptávka po zařízení na ochranu majetku

Hrozby

- relativně velká vyjednávací síla dodavatelů
- odchod kvalifikovaných pracovníků ze Zlínského kraje
- změny právních předpisů a norem

6 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

V této kapitole diplomové práce bude rozdělen majetek oceňovaného podniku na majetek provozně potřebný a majetek provozně nepotřebný, a následně bude vyčíslen provozně nutný investovaný kapitál. Dále bude v rámci této kapitoly vymezen KPVH podniku.

6.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Před prognózou generátorů hodnot jen nutné aktiva podniku rozdělit na provozně potřebná a provozně nepotřebná. Veškerý dlouhodobý majetek, který podnik vlastní je považován za provozně potřebný majetek, vyjma dlouhodobého finančního majetku, který je potřeba vyloučit, neboť není využíván k hlavní podnikatelské činnosti.

Dlouhodobý majetek provozně nutný se skládá z dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. Pokud sečteme zásoby, pohledávky a časové rozlišení aktivní a následně o tohoto součtu odečteme neúročené závazky a časové rozlišení pasivní získáme hodnotu, ke které je potřeba ještě přičíst provozně nutné peníze, abychom získaly hodnotu provozně nutného pracovního kapitálu. Provozně nutné peníze se vypočítají jako součin provozně nutné likvidity a krátkodobých závazků. Provozně nutná likvidita byla stanovena pro všechny sledované roky 0,2, a byla vypočtena jako průměr oborových hodnot okamžité likvidity ve sledovaných letech. Poté lze stanovit provozně nutný investovaný kapitál, který se stanoví jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty dlouhodobého majetku provozně nutného, pracovního kapitálu provozně nutného a zdroje financování potřebné k jejich krytí, tedy provozně nutný investovaný kapitál.

Tabulka č. 25: Provozně nutný investovaný kapitál

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 4 902 | 4 154 | 9 240 | 7 928 | 5 717 |
| Dlouhodobý hmotný majetek | 71 101 | 66 136 | 34 370 | 33 997 | 31 009 |
| Dlouhodobý majetek provozně nutný | 76 003 | 70 290 | 43 610 | 41 925 | 36 726 |
| Zásoby | 60 957 | 60 728 | 61 340 | 63 397 | 70 510 |
| Pohledávky | 46 869 | 40 131 | 42 631 | 46 789 | 39 084 |
| Časové rozlišení aktivní | 623 | 986 | 1 602 | 895 | 985 |
| Krátkodobé závazky | 28 186 | 19 513 | 37 577 | 33 368 | 30 695 |
| Časové rozlišení pasivní | 6 723 | 234 | 377 | 303 | 461 |
| Peníze | 23 296 | 30 788 | 43 226 | 70 232 | 59 248 |
| Likvidita | 0,83 | 1,58 | 1,15 | 2,10 | 1,93 |
| Provozně nutná likvidita | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| Provozně nutné peníze | 5 637 | 3 903 | 7 515 | 6 674 | 6 139 |
| Pracovní kapitál provozně nutný | 79 177 | 86 001 | 75 134 | 84 084 | 85 562 |
| Investovaný kapitál provozně nutný | 155 180 | 156 291 | 118 744 | 126 009 | 122 288 |

6.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

KPVH představuje VH, který je vytvořený pomocí provozně nutného investovaného kapitálu. KPVH se vypočítá tak, že se z provozního VH, který je uveden ve výkazu zisku a ztráty, vyloučí VH z prodeje majetku, konkrétně se odečtou tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, a přičte se zůstatková hodnota dlouhodobého majetku a materiálu. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty KPVH v jednotlivých letech.

Tabulka č. 26: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Provozní VH z VZZ | 46 207 | 30 536 | 19 900 | 66 019 | 39 689 |
| Vyloučení VH z prodeje majetku | -3 292 | -2 312 | -2 820 | -3 626 | -4 004 |
| KPVH | 42 915 | 28 224 | 17 080 | 62 393 | 35 685 |

7 PROGNOZA GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole bude provedena analýza a prognóza jednotlivých generátorů hodnoty, mezi které patří tržby, zisková marže, pracovní kapitál, investice do provozně nutného majetku. Předvídaný vývoj jednotlivých generátorů bude stanoven na období tří let od data ocenění. Na základě zmíněných generátorů hodnot bude v následující kapitole provedeno předběžné ocenění podniku COMINFO, a.s..

7.1 Prognóza tržeb

Základním pilířem celého prognózování jsou tržby, neboť jejich předpověď ovlivňuje ostatní generátory hodnoty. Tržby představují základ pro vytvoření finančního plánu, tedy přesnost jejich stanovení určuje hodnověrnost celého ocenění. Proto je nezbytné věnovat velkou pozornost prognóze tržeb.

7.1.1 Prognóza tržeb relevantního trhu

Prognóza tržeb relevantního trhu bude provedena metodou časových řad a regresní analýzou. Pro prognózu tržeb podniku bude poté zvolen ten nejvhodnější trend.

Východiskem metody časových řad je časová řada historických tržeb relevantního trhu. V rámci této práce bude posouzen lineární, exponenciální a parabolický trend.

Oceňovaný podnik se zabývá výrobní i obchodní činností. Vzhledem k tomu, že výrobní činnost v podniku převládá, tedy představuje hlavní činnost podniku, budou prognózovány pouze tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Zatímco tržby z prodeje zboží budou plánovány prostřednictvím podílu na tržbách.

Pro zajištění přesnosti prognózy tržeb relevantního trhu byla zvolena časová řada počínající rokem 2000. V následující tabulce jsou uvedeny tržby v jednotlivých letech.

Tabulka č. 27: Tržby relevantního trhu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | Tržby z prodeje výrobků a služeb relevantního trhu (v tis. Kč) | Meziroční růst (v %) |
|---------------------|--|----------------------|
| 2000 | 64 045 246 | - |
| 2001 | 67 800 488 | 105,86 |
| 2002 | 76 269 000 | 112,49 |
| 2003 | 87 909 000 | 115,26 |
| 2004 | 108 181 000 | 123,06 |
| 2005 | 122 008 000 | 112,78 |
| 2006 | 136 384 504 | 111,78 |
| 2007 | 117 171 216 | 85,91 |
| 2008 | 111 532 610 | 95,19 |
| 2009 | 87 169 631 | 78,16 |
| 2010 | 92 158 834 | 105,72 |
| 2011 | 111 475 692 | 120,96 |
| 2012 | 123 945 119 | 111,19 |
| 2013 | 130 256 475 | 105,09 |
| 2014 | 160 875 149 | 123,51 |
| 2015 | 184 995 703 | 114,99 |
| 2016 | 183 829 728 | 99,37 |
| Průměrný růst (v %) | | 107,58 |

Nejprve byla stanovená časová řada proložena spojnici lineárního trendu. Index determinace činil 0,679, tedy 67,9 % hodnot bylo daným modelem vysvětleno, což je docela dobrý výsledek. Vzhledem k tomu, že pro prognózu byla zvolena dlouhá časová řada, propad v roce 2009 neovlivnil směrnici lineárního trendu, a do budoucna tento trend počítá s růstem tržeb. Stejně jako lineární trend počítá s růstem tržeb také exponenciální trend. Index determinace je vyšší, vysvětluje 69,1 % dat. Také v pořadí třetí, parabolický trend počítá s růstem tržeb. Tento trend dokonce vysvětluje 70,3 % dat. Ovšem je důležité

si uvědomit, že se nejedná o monotónní funkci. Vzhledem k tomu, že se historický vývoj nachází v rostoucí části paraboly, lze předpokládat, že v některém období dojde k dosažení maxima, a poté se změní na klesající část.

V následující tabulce jsou uvedeny prognózované tržby relevantního trhu pro rok 2017 až 2019 prostřednictvím metody časové řady. Všechny výše zmíněné trendy počítají s růstem tržeb. Průměrný růst tržeb relevantního trhu byl v minulosti 107,58 %, a proto se jeví jako nejvhodnější exponenciální či parabolický trend. Vzhledem k riziku, v podobě extrému u parabolického trendu se jeví jako nejvhodnější exponenciální trend.

Tabulka č. 28: Prognóza tržeb relevantního trhu metodou časové řady
(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|
| Lineární trend | 168 000 000 | 174 000 000 | 180 000 000 |
| Meziroční růst | 103,70 % | 103,57 % | 103,45 % |
| Průměrný růst | 103,57 % | | |
| Exponenciální trend | 177 522 124 | 186 941 408 | 196 860 478 |
| Meziroční růst | 105,31 % | 105,31 % | 105,31 % |
| Průměrný růst | 105,31 % | | |
| Parabolický trend | 181 258 928 | 191 766 892 | 202 788 800 |
| Meziroční růst | 105,84 % | 105,80 % | 105,75 % |
| Průměrný růst | 105,79 % | | |

Metody regresní analýzy vysvětlují hodnotu tržeb relevantního trhu k závislosti na určité makroekonomické proměnné, tedy nikoliv na čase jak je tomu u metody časových řad. Proto je potřeba zvolit správnou vysvětlující proměnnou. U kvalitního regresního modelu by měla být silná závislost mezi vysvětlující a vysvětlovanou proměnnou, korelační koeficient by měl být nad 75 %¹⁵³. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty vybraných makroekonomických proměnných. Od roku 2017 se jedná o hodnoty prognózované Ministerstvem financí České republiky.

¹⁵³ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2011, s. 470.

Tabulka č. 29: Vývoj a prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Českého statistického úřadu a makroekonomické predikce Ministerstva financí České republiky)

| | HDP v běžných cenách (v mil. Kč) | HDP reálné meziroční růst (v %) | Deflátor HDP meziroční růst (v %) | HDP nominální meziroční růst (v %) |
|------|-------------------------------------|---------------------------------------|---|--|
| 2000 | 2 379 393 | 4,3 | 1,8 | 6,0 |
| 2001 | 2 568 309 | 2,9 | 4,9 | 7,8 |
| 2002 | 2 681 644 | 1,7 | 2,7 | 4,4 |
| 2003 | 2 810 382 | 3,6 | 1,2 | 4,8 |
| 2004 | 3 062 444 | 4,9 | 3,9 | 8,8 |
| 2005 | 3 264 931 | 6,5 | 0,1 | 6,6 |
| 2006 | 3 512 798 | 6,9 | 5,6 | 2,7 |
| 2007 | 3 840 117 | 5,6 | 3,5 | 9,1 |
| 2008 | 4 024 117 | 2,7 | 2,1 | 4,7 |
| 2009 | 3 930 409 | -4,8 | 2,6 | -2,2 |
| 2010 | 3 962 464 | 2,3 | -1,4 | 0,8 |
| 2011 | 4 033 755 | 1,8 | 0,0 | 1,8 |
| 2012 | 4 059 912 | -0,8 | 1,5 | 0,7 |
| 2013 | 4 098 128 | -0,5 | 1,4 | 0,9 |
| 2014 | 4 313 789 | 2,7 | 2,5 | 5,2 |
| 2015 | 4 595 783 | 5,3 | 1,2 | 6,5 |
| 2016 | 4 773 240 | 2,6 | 1,2 | 3,8 |
| 2017 | 5 040 541 | 4,3 | 1,3 | 5,6 |
| 2018 | 5 302 650 | 3,4 | 1,8 | 5,2 |
| 2019 | 5 530 664 | 2,6 | 1,7 | 4,3 |

Vzájemná závislost mezi vysvětlující proměnou a vysvětlovanou proměnou byla posouzena prostřednictvím Pearsonova korelačního koeficientu. Nejvyšší závislost k tržbám trhu vykazuje HDP v běžných cenách. Tedy HDP v běžných cenách bude použit jako vysvětlující proměnná regresního modelu.

Tabulka č. 30: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Českého statistického úřadu)

| Makroekonomická proměnná | Pearsonův korelační koeficient |
|--------------------------------|--------------------------------|
| HDP v běžných cenách | 0,8140 |
| HDP reálné - meziroční růst | 0,2073 |
| Deflátor HDP - meziroční růst | -0,2372 |
| HDP nominální - meziroční růst | 0,0746 |

V rámci regresní analýzy bude testována vhodnost jednotlivých trendů jako u modelů časových řad, tedy lineární, exponenciální a kvadratický trend. Všechny trendy uvažují o růstu tržeb do budoucna, který má ovšem klesající tendenci. Lineární trend při porovnání se stejným trendem časové řady dosahuje nižší hodnoty indexu determinace, konkrétně daný model vysvětluje 66,25 %. Vzhledem k tomu, že je směrnice trendů kladná, dá se říci, že tržby relevantního trhu porostou s růstem HDP a opačně. Stejně jako lineární trend časové řady počítá s růstem tržeb do budoucna, který se ovšem zpomaluje. Dalším testovaným trendem je exponenciální, který má téměř stejný index determinace jako exponenciální trend časové řady, konkrétně 69,72 %. Dalším je parabolický trend, kde index determinace dosahuje vyšších hodnot než u obou předchozích trendů, konkrétně 0,7054. Nicméně vzhledem k existenci rizika, které je spojeno s tím, že se nejedná o monotónní funkci, nebude tento trend zvolen.

Tabulka č. 31: Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí regresní analýzy

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Ministerstva průmyslu a obchodu)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|
| Lineární trend | 175 150 037 | 185 817 839 | 195 098 006 |
| Meziroční růst | 106,62 % | 106,09 % | 104,99 % |
| Průměrný růst | 105,90% | | |
| Exponenciální trend | 225 295 744 | 250 199 155 | 274 091 719 |
| Meziroční růst | 111,28 % | 111,05 % | 109,55 % |
| Průměrný růst | 110,63 % | | |
| Parabolický trend | 344 718 122 | 380 040 819 | 413 003 941 |
| Meziroční růst | 110,65 % | 110,25 % | 108,67 % |
| Průměrný růst | 109,86 % | | |

V předcházející tabulce jsou uvedeny prognózované tržby relevantního trhu pro rok 2017 až 2019 prostřednictvím regresní analýzy. Jak již bylo řečeno výše, všechny trendy uvažují o růstu trhu do budoucna. Průměrné tempo růstu tržeb za minulost bylo 107,58 %. Jako nevhodnější trend regresní analýzy se jeví lineární trend, neboť v případě prognózy tržeb podniku prostřednictvím exponenciálního trendu by byly prognózované tržby podniku příliš vysoké, jelikož v prvním roce by se zvýšily téměř o 28 %.

Závěrem se dá říci, že ze všech analyzovaný možností predikce tržeb se jeví jako nejvhodnější exponenciální trend časové řady či lineární trend regresní analýzy. Vzhledem k tomu, že exponenciální trend časové řady má vyšší index determinace, bude tento trend použit pro prognózu tržeb podniku.

7.1.2 Prognóza vývoje tržeb a tržního podílu

Budoucí tržby podniku jsou determinovány především rychlosti růstu trhu, ale závisí také na podílu podniku na daném trhu. Jak již bylo uvedeno výše, vzhledem k tomu, že v podniku převládá výrobní činnost, budou prognózovány tržby za vlastní výrobky a služeb, zatímco tržby z prodeje zboží budou plánovány metodou podílu na tržbách. V následující tabulce je zobrazen vývoj tržeb trhu a vývoj tržního podílu podniku a také tržby podniku.

Tabulka č. 32: Tržby trhu, tržní podíl podniku a tržby podniku

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Ministerstva průmyslu a obchodu, výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tržby trhu (v tis. Kč) | 111 475 692 | 123 945 119 | 130 256 475 | 160 875 149 | 184 995 703 | 183 829 728 |
| Index růstu trhu | - | 1,2096 | 1,1119 | 1,0509 | 1,2351 | 1,1499 |
| Tržní podíl podniku | 0,124 % | 0,175 % | 0,154 % | 0,113 % | 0,143 % | 0,132 % |
| Index změny tržního podílu | - | 1,4103 | 0,8807 | 0,7292 | 1,2690 | 0,9263 |
| Tržby podniku (v tis. Kč) | 138 604 | 217 344 | 201 159 | 181 170 | 264 381 | 243 363 |
| Tempo růstu tržeb | - | 56,81 % | -7,45 % | -9,94 % | 45,93 % | -7,95 % |

Tržby trhu byly prognózovány pomocí exponenciálního trendu časové řady. Prognózované tržby podniku jsou dány součinem tržeb podniku minulého roku a tempem růstu tržeb v daném roce. Tempo růstu tržeb podniku se vypočítá jako součin indexu růstu trhu a indexu změny tržního podílu.

Tabulka č. 33: Prognóza tržeb

(Zdroj: Vlastní zpracování dle statistik Ministerstva průmyslu a obchodu, výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Tržby trhu (v tis. Kč) | 177 522 124 | 186 941 408 | 196 860 478 |
| Index růstu trhu | 0,9657 | 1,0531 | 1,0531 |
| Tržní podíl podniku | 0,138 % | 0,144 % | 0,150 % |
| Index změny tržního podílu | 1,043 | 1,043 | 1,043 |
| Tržby podniku (v tis. Kč) | 245 147 | 269 286 | 295 803 |
| Tempo růstu tržeb | 0,73 % | 9,85 % | 9,85 % |

V roce 2017 se předpokládá, že dojde k mírnému poklesu trhu, nicméně tržby podnik se v tomto roce nepatrně zvýší, neboť se předpokládá růst tržního podílu. V následujících dvou letech prognóza počítá s růstem tržeb trhu a také se budou zvyšovat tržby podniku. Očekávané tempo růstu tržního podílu v prognózovaných letech je 4,31 %. Průměrné očekávané tempo růstu tržeb v prognózovaném období je 6,81 %.

7.2 Prognóza ziskové marže

Druhým generátorem hodnoty je zisková marže, kterou lze vypočítat dvěma způsoby, konkrétně shora a zdola.

Při výpočtu shora se vychází ze ziskové marže minulých let, a následně je na základě jejího vývoje odvozena zisková marže v budoucích letech. Základem toho přístupu je KPVH, ke kterému se musí připočítat odpisy. Zisková marže se poté stanoví tak, že se KPVH před odpisy podělí tržbami podniku, konkrétně tržbami za vlastní výrobky a služby. V následující tabulce je uvedena výše KPVH před odpisy a zisková marže v jednotlivých letech.

Tabulka č. 34: Zisková marže metoda shora

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| KPVH před odpisy (v tis. Kč) | 50 821 | 36 928 | 26 365 | 72 413 | 45 553 |
| Zisková marže | 23,38 % | 18,36 % | 14,55 % | 27,39 % | 18,72 % |

Zisková marže podniku měla z počátku klesající tendenci. Vzhledem k výraznému navýšení KPVH v roce 2015, se zisková marže zvýšila na 27,39 % a v posledním roce se opět snížila.

Druhým způsobem stanovení ziskové marže je metoda zdola. V rámci tohoto přístupu se nejprve stanoví podíl jednotlivých položek, které tvoří KPVH, na tržbách podniku. Položka ostatní provozní položky zahrnuje změnu rezerv, ostatní provozní náklady a výnosy a také převod nákladů a výnosů. Poté se zjistí KPVH před odpisy a vypočítá zisková marže.

Tabulka č. 35: Zisková marže metoda zdola

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Tržby z prodeje výrobků a služeb | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % |
| Tržby z prodeje zboží | 5,78 % | 4,59 % | 3,82 % | 5,00 % | 5,20 % |
| Výkonová spotřeba | 65,31 % | 60,86 % | 56,60 % | 58,69 % | 60,43 % |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti | 5,44 % | 3,49 % | 0,39 % | -1,30 % | 0,94 % |
| Aktivace | -0,69 % | -0,51 % | -2,88 % | -4,18 % | -3,20 % |
| Osobní náklady | 24,62 % | 27,16 % | 30,13 % | 25,77 % | 30,94 % |
| z toho Mzdové náklady | 18,13 % | 20,01 % | 22,20 % | 19,09 % | 23,03 % |
| Náklady na sociální zabezpečení | 6,14 % | 6,73 % | 7,49 % | 6,31 % | 7,45 % |
| Daně a poplatky | 0,13 % | 0,15 % | 0,14 % | 0,09 % | 0,09 % |
| Ostatní provozní položky | -1,53 % | 2,06 % | 5,67 % | -4,06 % | -0,84 % |
| KPVH před odpisy (v tis. Kč) | 50 821 | 36 928 | 26 365 | 72 413 | 45 553 |
| Zisková marže z KPVH před odpisy | 23,38 % | 18,36 % | 14,55 % | 27,39 % | 18,72 % |

Aby mohla být stanovena prognózovaná zisková marže v jednotlivých letech, nejprve se stanoví prognóza jednotlivých položek, prostřednictvím geometrického průměru podílu na tržbách v minulosti. Vyjma položek změna stavu zásob vlastní činnosti, aktivace, ostatní provozní položky, neboť v historických hodnotách se nacházely záporná čísla a proto byl pro jejich prognózu použit aritmetický průměr. Poté se dopočítá KPVH a stanoví zisková marže.

Tabulka č. 36: Prognóza ziskové marže metodou zdola
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|----------|----------|----------|
| Tržby z prodeje výrobků a služeb | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % |
| Tržby z prodeje zboží | 4,83 % | 4,83 % | 4,83 % |
| Výkonová spotřeba | 60,31 % | 60,31 % | 60,31 % |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti | 1,79 % | 1,79 % | 1,79 % |
| Aktivace | -2,29 % | -2,29 % | -2,29 % |
| Osobní náklady | 27,62 % | 27,62 % | 27,62 % |
| z toho Mzdové náklady | 20,41 % | 20,41 % | 20,41 % |
| Náklady na sociální zabezpečení | 6,80 % | 6,80 % | 6,80 % |
| Daně a poplatky | 0,12 % | 0,12 % | 0,12 % |
| Ostatní provozní položky | 0,26 % | 0,26 % | 0,26 % |
| KPVH před odpisy (v tis. Kč) | 50 531 | 55 507 | 60 973 |
| Zisková marže z KPVH před odpisy | 20,61 % | 20,61 % | 20,61 % |

Průměrná hodnota ziskové marže v minulých letech činila 20,48 %. V následujících letech se předpokládá, že dojde k mírnému navýšení a konstantní zisková marže bude ve všech prognózovaných letech 20,61 %.

7.3 Prognóza pracovního kapitálu

V pořadí třetím generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu, které představují změnu oběžných aktiv a krátkodobých závazků, jenž mají vliv na CF. Obecně se pracovní kapitál vypočítá jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. Aby mohl být pracovní kapitál využit pro plánování a následné ocenění podniku je nutná jeho modifikace.

Počátečním krokem při výpočtu upraveného pracovního kapitálu je stanovení doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků v minulosti. Doby obratu jednotlivých

položek byly vypočítány jako podíl příslušné položky na denních tržbách za výrobky a služby.

Tabulka č. 37: Doby obratu jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou ve dnech | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Doba obratu zásob | 102,37 | 110,19 | 123,58 | 87,52 | 105,75 |
| Doba obratu pohledávek | 78,71 | 72,82 | 85,89 | 64,60 | 58,62 |
| Doba obratu krátkodobých závazků | 47,33 | 35,41 | 75,71 | 46,07 | 46,04 |

Prognóza doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků je do budoucna vypočítána prostřednictvím geometrického průměru doby obratu příslušných položek za minulé období. Vzhledem k tomu, že doba obratu zásob byla v roce 2014 výrazně vyšší než v ostatních letech, a v roce 2015 naopak výrazně nižší, nebylo při výpočtu prognózované doby obratu zásob s hodnotami daných let počítáno. V rámci doby obratu krátkodobých závazků nebylo počítáno s rokem 2013 a 2014, neboť v prvně zmíněném roce byla doba obratu nízká a v následujícím roce naopak vysoká oproti hodnotám v ostatních letech. Prognózované průměrné doby obratu jednotlivých položek jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 38: Prognóza doby obratu jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou ve dnech | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|--------|--------|--------|
| Doba obratu zásob | 106,06 | 106,06 | 106,06 |
| Doba obratu pohledávek | 71,46 | 71,46 | 71,46 |
| Doba obratu krátkodobých závazků | 46,48 | 46,48 | 46,48 |

Dalším krokem při výpočtu upraveného pracovního kapitálu je určení hodnoty provozně nutných peněz. Výše provozně nutný peněz v minulých letech byla vypočítána již v kapitole 6.1. Provozně nutná likvidita byla vypočtena jako průměr oborových hodnot okamžité likvidity v minulých letech, a pro všechny prognózované roky je stanovena na úrovni 0,2. Prognózovaná výše provozně nutný peněz se vypočítá pomocí součinu

provozně nutné likvidity a prognózované hodnoty krátkodobých závazků v jednotlivých letech.

Tabulka č. 39: Prognóza provozně nutných peněz

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| Provozně nutná likvidita | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| Provozně nutné peníze (v tis. Kč) | 6 243 | 6 858 | 7 533 |

Před samotným výpočtem upraveného pracovního kapitálu je nezbytné ještě stanovit prognózu ostatních aktiva a ostatních pasiv. Přičemž hodnoty ostatních aktiv a pasiv jsou do budoucna uvažovány na úrovni roku 2016. Prognózované hodnoty zásob, pohledávek a krátkodobých závazků byly stanoveny jako součin prognózované doby obratu příslušné položky a prognózovaných denních tržeb.

Tabulka č. 40: Prognóza upraveného pracovního kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------|---------|---------|
| Zásoby | 71 231 | 78 245 | 85 949 |
| Pohledávky | 47 998 | 52 724 | 57 916 |
| Peněžní prostředky provozně nutné | 6 243 | 6 858 | 7 533 |
| Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní) | 985 | 985 | 985 |
| Krátkodobé závazky | 31 215 | 34 288 | 37 665 |
| Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní) | 461 | 461 | 461 |
| Upravený pracovní kapitál | 94 781 | 104 062 | 114 257 |

Pro porovnání přírůstu upraveného pracovního kapitálu s přírůstkem tržeb se používá koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu. Hodnota tohoto koeficientu v letech 2012-2016 činila 24,54 % a pro prognózované období se zvýšila na 38,45 %. Rozdíl koeficientu budoucího a minulého období je důsledkem způsobu výpočtu koeficientu, neboť při výpočtu koeficient vychází z rozdílu tržeb v prvním a posledním roce sledovaného období.

7.4 Investice do dlouhodobého majetku

Posledním generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Vzhledem k tomu, že nejsou k dispozici skutečné investiční plány podniku, je pro plánování investiční náročnosti použit globální přístup, který analyzuje vztah mezi růstem hlavních položek DM a růstem tržeb.

Pro zajištění přesnosti výpočtu investiční náročnosti, bude koeficient investiční náročnosti počítán zvlášť za dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci. Odpisy byly stanoveny zjednodušeným postupem, a to tak, že suma odpisů v jednotlivých letech byla proporcionálně rozdělena na jednotlivé odpisované položky. Investice netto představují rozdíl mezi stavem majetku na konci běžného roku a stavem majetku na konci roku předešlého. Zatímco investice brutto představují součet odpisů a investic netto. Investiční náročnost příslušné majetkové položky se vypočítá jako podíl součtu investic netto a přírůstku tržeb za sledované období. Celkový přírůstek tržeb od konce roku 2012 do konce roku 2016 je 26 019 tis. Kč.

Jako první bude stanoven koeficient investiční náročnosti pro dlouhodobý nehmotný majetek.

Tabulka č. 41: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku za minulost
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------|-------|-------|--------|--------|
| Stav majetku ke konci roku | 4 902 | 4 154 | 9 240 | 7 928 | 5 717 |
| Odpisy | - | 666 | 657 | 2 458 | 2 125 |
| Investice netto | - | -748 | 5 086 | -1 312 | -2 211 |
| Investice brutto | - | -82 | 5 743 | 1 146 | -86 |
| Investiční náročnost růstu tržeb 2012-2016 | 3,132 % | | | | |

Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku je 3,132 %.

Dále bude stanovena investiční náročnost staveb. V roce 2014 došlo k výraznému snížení hodnoty DHM, důvodem poklesu nebyl prodej, jak by se na první pohled mohlo zdát. V tomto roce podnik vložil nepeněžní vklad, konkrétně se jednalo o pozemky a stavby,

do společnosti SEC-COM, s.r.o.. Vzhledem k tomuto výraznému poklesu koeficient investiční náročnosti vycházel záporný, a proto bylo pro výpočet investiční náročnosti staveb použito delší časové období, konkrétně počínající rokem 2005. Celkový přírůstek tržeb od konce roku 2005 do konce roku 2016 je 135 366 tis. Kč. Investiční náročnost staveb je 5,353 %.

Tabulka č. 42: Investiční náročnost staveb za minulost

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stav majetku ke konci roku | 4 810 | 15 140 | 31 845 | 33 123 | 32 563 | 31 813 |
| Odpisy | - | 1 309 | 2 535 | 3 868 | 4 092 | 3 929 |
| Investice netto | - | 10 330 | 16 705 | 1 278 | -560 | -750 |
| Investice brutto | - | 11 639 | 19 240 | 5 146 | 3 532 | 3 179 |
| Investiční náročnost růstu tržeb 2012-2016 | 5,353 % | | | | | |

| Údaje jsou v tis. Kč | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Stav majetku ke konci roku | 37 374 | 45 649 | 40 296 | 12 420 | 12 382 | 12 056 |
| Odpisy | 4 513 | 5 981 | 6 205 | 6 369 | 3 304 | 3 319 |
| Investice netto | 5 561 | 8 275 | -5 353 | -27 876 | -38 | -326 |
| Investice brutto | 10 074 | 14 256 | 852 | -21 507 | 3 266 | 2 993 |
| Investiční náročnost růstu tržeb 2012-2016 | 5,353 % | | | | | |

Následující tabulka zobrazuje koeficient náročnosti samostatných movitých věcí. Výpočet investiční náročnosti je analogický s výpočtem investiční náročnosti dlouhodobého nehmotného majetku. Investiční náročnost samostatných movitých věcí je 2,637 %.

Tabulka č. 43: Investiční náročnost samostatných movitých věcí za minulost

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|
| Stav majetku ke konci roku | 13 479 | 14 295 | 16 002 | 16 508 | 14 165 |
| Odpisy | - | 1 832 | 2 259 | 4 257 | 4 424 |
| Investice netto | - | 75 | 192 | 684 | 846 |
| Investice brutto | - | 816 | 1 707 | 506 | -2 343 |
| Investiční náročnost růstu tržeb 2012-2016 | 2,637 % | | | | |

Poté co jsou stanoveny koeficienty investiční náročnosti jednotlivých položek, lze stanovit odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017-2019. Odhad investic jednotlivých položek se vypočte jako součin příslušného koeficientu investiční náročnosti za minulost a přírůstku tržeb pro období 2017-2019.

Tabulka č. 44: Odhad investic netto pro období 2017-2019

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Majetek | Minulý koeficient náročnosti | Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2017-2019 (v tis. Kč) |
|-----------------------------|------------------------------|--|
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 3,132 % | 1 643 |
| Stavby | 5,353 % | 2 807 |
| Samostatné movité věci | 2,637 % | 1 383 |
| Celkem | 11,122 % | 5 832 |

Celková investiční náročnost pro růst tržeb v letech 2017-2019 činí 11,122 %. Předpokládaná celková částka investic v tomto období je 5 832 tis. Kč.

Pro provedení odhadu plánovaných investic netto lze již naplánovat hodnoty jednotlivých složek odepisovaného dlouhodobého majetku, investice a odpisy v jednotlivých letech.

Jako první bude sestaven plán dlouhodobého nehmotného majetku, jeho investic a odpisů. V rámci plánu se také sleduje majetek, který podnik evidovala k datu ocenění a pokračuje se i v jeho odepisování. Hodnota původních odpisů je pro celé prognózované období stanovena na úrovni odpisů roku 2016. Odhadované investice netto pro růst tržeb v letech 2017-2019 byly rovnoměrně rozděleny do jednotlivých let. Investice brutto představují

součet hodnoty původních odpisů, investic netto a nových odpisů. Nové odpisy jsou vypočítány jako podíl pořizovací hodnoty k 30.9. předchozího roku a doby odepisování majetku. U dlouhodobého nehmotného majetku se předpokládá, že majetek bude odepisován 4 roky. Zůstatková hodnota představuje netto hodnotu dlouhodobého nehmotného majetku, ve které bude uveden v plánované rozvaze.

Tabulka č. 45: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů - nehmotný majetek
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Nehmotný majetek (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|-------|-------|-------|-------|
| Původní odpisy | 2 125 | 2 125 | 2 125 | 1 467 |
| Původní zůstatková hodnota | 5 717 | 3 592 | 1 467 | 0 |
| Nové investice netto | - | 548 | 548 | 548 |
| Nové investice brutto | - | 2 672 | 3 341 | 3 518 |
| Pořizovací hodnota k 30.9. | - | 2 672 | 6 013 | 9 531 |
| Odpisy 1/4 z pořizovací hodnoty k 1.10. | - | 0 | 668 | 1 503 |
| Celkem odpisy | - | 2 125 | 2 793 | 2 970 |
| Zůstatková hodnota | 5 717 | 6 265 | 6 812 | 7 360 |

Následuje plán staveb, který byl sestaven analogickým způsobem jako u dlouhodobého nehmotného majetku. V případě staveb se předpokládá, že budou odepisovány 30 let.

Tabulka č. 46: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů - stavby
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Stavby (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Původní odpisy | 3 319 | 3 319 | 3 319 | 3 319 |
| Původní zůstatková hodnota | 12 056 | 8 737 | 5 419 | 2 100 |
| Nové investice netto | - | 936 | 936 | 936 |
| Nové investice brutto | - | 4 254 | 4 396 | 4 543 |
| Pořizovací hodnota k 30.9. | - | 4 254 | 8 650 | 13 193 |
| Odpisy 1/30 z pořizovací hodnoty k 1.10. | - | 0 | 142 | 288 |
| Celkem odpisy | - | 3 319 | 3 460 | 3 607 |
| Zůstatková hodnota | 12 056 | 12 992 | 13 927 | 14 863 |

Jako poslední byl sestaven plán samostatně movitý věcí, který je sestaven stejným způsobem jako přechází dva plány. Odlišnost výpočtu tohoto plánu je opět pouze u odpisů, neboť se předpokládá, že samostatně movité věci budou odepisovány 6 let.

Tabulka č. 47: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů - samostatně movité věci

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Samostatně movité věci (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Původní odpisy | 4 424 | 4 424 | 4 424 | 4 424 |
| Původní zůstatková hodnota | 14 165 | 9 741 | 5 316 | 892 |
| Nové investice netto | - | 461 | 461 | 461 |
| Nové investice brutto | - | 4 885 | 5 700 | 6 650 |
| Pořizovací hodnota k 30.9. | - | 4 885 | 10 585 | 17 234 |
| Odpisy 1/6 z pořizovací hodnoty k 1.10. | - | 0 | 814 | 1 764 |
| Celkem odpisy | - | 4 424 | 5 239 | 6 189 |
| Zůstatková hodnota | 14 165 | 14 626 | 15 087 | 15 548 |

Investice do pozemku se v budoucím období nepředpokládají, a proto hodnota pozemku pro plánované období je stanovena na úrovni roku 2016. Pro úplnost této kapitoly je hodnota pozemku v jednotlivých letech uvedena v následující tabulce.

Tabulka č. 48: Plán dlouhodobého majetku - pozemky

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Pozemky | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Zůstatková hodnota | 4 320 | 4 320 | 4 320 | 4 320 |

V následující tabulce jsou uvedeny výsledné hodnoty, které vycházejí z jednotlivých plánů. Celková hodnota odpisů představuje součet celkových odpisů nehmotného majetku, staveb a samostatných movitých věcí v jednotlivých letech. Zůstatková hodnota je dána součtem zůstatkové hodnoty dlouhodobého nehmotného majetku, staveb, samostatně movitých věcí a pozemků. Celkové investice netto představují odhad celkových investic do dlouhodobého majetku pro roky 2017-2019.

Tabulka č. 49: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Dlouhodobý majetek | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|
| Odpisy | 9 868 | 11 492 | 12 766 |
| Zůstatková hodnota | 38 202 | 40 146 | 42 090 |
| Celkové investice netto do DM | 1 944 | 1 944 | 1 944 |
| Celkové investice brutto do DM | 11 812 | 13 436 | 14 710 |

7.4.1 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Zhodnocení rentability provozně nutného investovaného kapitálu představuje poslední krok před předběžným oceněním pomocí generátorů hodnoty. V tomto okamžiku je již zpracována prognóza investic a odpisů, lze tedy dopočítat KPVH po odpisech a po dani. KPVH po odpisech a po dani se vypočítá tak, že se od KPVH před odpisy odečtou odpisy, a poté se odečte příslušná výše daně. V prognózovaném období nepředpokládáme, že dojde ke změně daňové sazby, a proto je pro celé prognózované období stanovena na úrovni 19 %. Obrat investovaného kapitálu provozně nutného se vypočítá jako podíl tržeb za vlastní výrobky a služby a hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu v předchozím roce.

Tabulka č. 50: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| KPVH po odpisech a po dani (v tis. Kč) | 34 761 | 22 861 | 13 835 | 50 538 | 28 905 |
| Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani | 15,99 % | 11,36 % | 7,64 % | 19,12 % | 11,88 % |
| Investovaný kapitál provozně nutný (v tis. Kč) | 155 180 | 156 291 | 118 744 | 126 009 | 122 288 |
| Obrat investovaného kapitálu provozně nutného | - | 1,296 | 1,159 | 2,226 | 1,931 |
| Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu | - | 14,73 % | 8,85 % | 42,56 % | 22,94 % |

Tabulka č. 51: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|---------|---------|---------|
| KPVH po odpisech a po dani (v tis. Kč) | 32 937 | 35 652 | 39 048 |
| Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani | 13,44 % | 13,24 % | 13,20 % |
| Investovaný kapitál provozně nutný (v tis. Kč) | 132 983 | 144 208 | 156 348 |
| Obrat investovaného kapitálu provozně nutného | 2,005 | 2,025 | 2,051 |
| Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu | 26,93 % | 26,81 % | 27,08 % |

Na základě výše uvedených tabulek se dá říci, že KPVH po odpisech a po dani při prognózované investiční náročnosti bude nadále růst. V prognózovaném období se předpokládá, že dojde k nárůstu ziskové marže oproti poslednímu sledovanému roku. Průměrná rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v prognózovaném období je ve výši 26,94 %.

8 PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole bude provedeno předběžné ocenění podniku COMINFO, a.s. na základě vypočtených generátorů hodnoty v předchozí kapitole. Prostřednictvím předběžného ocenění lze získat první odhad hodnoty oceňovaného podniku.

Než se přistoupí k předběžnému ocenění podniku je potřeba nejdříve vypočítat ziskovou marži po odpisech a dani, která bude dále použita při výpočtu hodnoty podniku. Hodnoty ziskové marže po odpisech a dani v jednotlivých letech jsou uvedeny v následující tabulce. Průměrná hodnota ziskové marže po odpisech a dani je 13,29 %.

Tabulka č. 52: Zisková marže po dani

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|
| Zisková marže před odpisy | 20,61 % | 20,61 % | 20,61 % |
| Podíl odpisů na tržbách | 4,03 % | 4,27 % | 4,32 % |
| Zisková marže po odpisech | 16,59 % | 16,35 % | 16,30 % |
| Zisková marže po odpisech a dani | 13,44 % | 13,24 % | 13,20 % |

Průměrná náročnost růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku činí 7,41 %, zatímco průměrná náročnost růstu tržeb na růst pracovního kapitálu je 38,45 %.

Vzhledem k tomu, že dosud nebyla stanovena diskontní míra, bude v tomto okamžiku kalkulovaná úroková míra určena prostřednictvím stavebnicového modelu stanovení WACC.

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB}$$

r_f - bezriziková výnosová míra

r_{LA} - přírážka za velikost firmy

r_{POD} - přírážka za podnikatelskou stabilitu

$r_{FINSTAB}$ - riziková přírážka za finanční stabilitu¹⁵⁴

¹⁵⁴ SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2012, s. 71-72.

Bezriziková výnosová míra byla stanovena na základě dlouhodobé průměrné výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů, činí 2,5 %¹⁵⁵. Přirážka za velikost firmy závisí na velikosti úplatných zdrojů podniku. Úplatné zdroje podniku COMINFO jsou vyšší než 100 mil. Kč, ale menší než 3 mld. Kč, proto byla přirážka za velikost vypočítána prostřednictvím následujícího vzorce¹⁵⁶.

$$r_{LA} = \frac{(3 - \text{celkový zpoplatněný kapitál})^2}{168,2}$$

Přirážka za velikost pro podnik COMINFO činí 4,65 %.

Riziková přirážka za podnikatelské riziko podniku závisí na hodnotě ukazatele produkční síly (EBIT/Aktiva). Hodnota ukazatele je vyšší než podíl úplatných zdrojů na aktivech vynásobený úrokovou mírou placenou za cizí kapitál. A proto je přirážka za podnikatelské riziko stanovena jako průměrná hodnota odvětví, která činí 3,50 %.

Riziková přirážka za finanční stabilitu závisí na běžné likviditě podniku. Běžná likvidita podniku COMINFO je vyšší než oborový průměr, tedy přirážka za finanční stabilitu je 0 %.

$$WACC = 2,50 \% + 4,65 \% + 3,50 \% + 0 \% = 10,65 \%$$

Nezbytnou podmínkou vzorce pro výpočet předběžného ocenění podniku je, aby kalkulovaná diskontní míra byla vyšší než tempo růstu tržeb, a rozdíl byl alespoň 3 p.b.. Tato podmínka je splněna, neboť průměrné tempo růstu tržeb v letech 2017 až 2019 je 4,14 %. Nyní lze již přistoupit k předběžnému ocenění podniku.

¹⁵⁵ Česká národní banka. *Finanční trhy* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/.

¹⁵⁶ SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2012, s. 71-72.

Tabulka č. 53: Předběžné ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | Označení | Hodnota |
|-------------------------------------|----------|---------|
| Tempo růstu tržeb | g | 4,14 % |
| Zisková marže po odpisech a po dani | r_{ZM} | 13,29 % |
| Náročnost růstu tržeb na: | | |
| - růst pracovního kapitálu | k_{PK} | 38,45 % |
| - růst dlouhodobého majetku | k_{DM} | 7,41 % |
| - investice netto celkem | | 45,86 % |
| Kalkulovaná úroková míra | i | 10,65 % |
| Hodnota podniku brutto (v tis. Kč) | | 446 710 |

Předběžné ocenění podniku COMINFO na základě generátorů hodnoty zobrazuje předcházející tabulka, hodnota podniku brutto činí 446 710 tis. Kč.

Nyní bude provedena tzv. citlivostní analýza, jejím smyslem je zjistit vliv jednotlivých generátorů hodnoty na hodnotu podniku. Jako první bude provedena analýza citlivosti na faktor ziskové marže. Východiskem výpočtu je prognózovaná hodnota ziskové marže po odpisech, která bude postupně zvyšována o 10 %, 20 % a 30 %. Ostatní faktory jsou při výpočtu považovány za neměnné.

Tabulka č. 54: Analýza citlivosti - faktor zisková marže
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | r_{ZM} původní | $r_{ZM} + 10 \%$ | $r_{ZM} + 20 \%$ | $r_{ZM} + 30 \%$ |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Zisková marže po odpisech a po dani | 13,29 % | 14,62 % | 16,08 % | 17,69 % |
| Hodnota podniku brutto (v tis. Kč) | 446 710 | 498 487 | 555 442 | 618 092 |
| Změna hodnoty podniku | 0,00% | 11,59 % | 24,34 % | 38,37 % |

Analýza citlivosti na faktor tempa růstu tržeb a faktor kalkulované míry byla provedena obdobným způsobem jako u ziskové marže.

Tabulka č. 55: Analýza citlivosti - faktor tempo růstu tržeb

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | g původní | g + 10 % | g + 20 % | g + 30 % |
|------------------------------------|-----------|----------|----------|----------|
| Tempo růstu tržeb | 4,14 % | 4,56 % | 5,01 % | 5,51 % |
| Hodnota podniku brutto (v tis. Kč) | 446 710 | 471 694 | 503 418 | 544 816 |
| Změna hodnoty podniku | 0,00 % | 5,59 % | 12,69 % | 21,96 % |

Tabulka č. 56: Analýza citlivosti - faktor kalkulovaná úroková míra

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | i původní | i + 10 % | i + 20 % | i + 30 % |
|------------------------------------|-----------|----------|----------|----------|
| Kalkulovaná úroková míra | 10,65 % | 11,71 % | 12,88 % | 14,17 % |
| Hodnota podniku brutto (v tis. Kč) | 446 710 | 383 882 | 332 448 | 289 746 |
| Změna hodnoty podniku | 0,00 % | -14,06 % | -25,58 % | -35,14 % |

Na základě výše uvedených tabulek se dá říci, že hodnota podniku je citlivá na faktor zisková marže a diskontní míra, neboť změna jednotlivého faktoru o 1 % vedla ke změně hodnoty podniku o více než 1 %. Co se týče faktoru kalkulovaná úroková míra, tak změna tohoto faktoru o 1 % vedla ke změně hodnoty podniku o méně než 1 %. Vzhledem k tomu, že došlo k nadproporcionálním změnám hodnoty podniku u faktoru zisková marže a úroková míra, lze tyto faktory označit za rizikové, a měla by jim být věnována pozornost.

9 FINANČNÍ PLÁN

V této kapitole bude sestaven finanční plán pro prognózované období. Finanční plán se skládá ze tří výkazů, konkrétně se jedná o plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz peněžních toků. Tyto výkazy mají obvykle podobu účetních výkazů, což bude v této kapitole také dodržováno. Pro sestavení finančního plánu bude použita metoda procentního podílu na tržbách z prodeje výrobků a služeb. Položky, které byly naplánovány v kapitole 7, budou tvořit kostru finančního plánu, která bude dále doplněna o položky, které dosud naplánovány nebyly.

9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Prvním výkazem, který bude v rámci této kapitoly naplánován, je výkaz zisku a ztráty. Neboť nedílnou součástí tohoto výkazu jsou plánované tržby, na základě kterých budou poté stanoveny všechny ostatní položky. Při sestavování finančního plánu se počítá s 19 % sazbou daně z příjmů pro všechna plánovaná období.

Aby mohl být sestaven plánovaný výkaz zisku a ztráty, je nutné nejprve stanovit výnosy a náklady, které jsou spojeny s provozním majetkem podniku, tedy s hlavní činností podniku. Hodnoty jednotlivých položek vycházejí z procentního podílu na tržbách. Odpisy byly převzaty z plánu investic do dlouhodobého majetku. Na základě těchto položek se poté stanoví KPVH pro plánové období. KPVH se vypočítá jako rozdíl mezi výnosovými a nákladovými položkami.

Tabulka č. 57: Hlavní činnost - výnosy a náklady spojené s provozním majetkem
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Tržby z prodeje výrobků a služeb | 243 363 | 245 147 | 269 286 | 295 803 |
| Tržby z prodeje zboží | 12 663 | 11 845 | 13 011 | 14 292 |
| Výkonová spotřeba | 147 070 | 147 844 | 162 403 | 178 394 |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti | 2 288 | 4 391 | 4 824 | 5 299 |
| Aktivace | -7 794 | -5 618 | -6 172 | -6 779 |
| Osobní náklady | 75 305 | 67 699 | 74 365 | 81 688 |
| Daně a poplatky | 218 | 291 | 319 | 351 |
| Odpisy | 9 868 | 9 868 | 11 492 | 12 766 |
| Ostatní provozní položky | -2038 | 635 | 698 | 767 |
| KPVH | 35 685 | 40 663 | 44 015 | 48 207 |

Dalším krokem je stanovení nákladů na cizí kapitál, tedy určení budoucích nákladových úroků. Pro výpočet nákladových úroků je nutné znát úrokovou sazbu. Vzhledem k tomu, že nejsou k dispozici informace o úrokových mírách jednotlivých úvěrů, bude úroková sazba vypočítána zjednodušeným způsobem. Tento způsob vychází z úvahy, že nákladové úroky za příslušné období jsou odvozeny z výše úvěru na počátku příslušného období, tedy z hodnoty úvěru na konci předcházejícího roku.

Tabulka č. 58: Výpočet průměrné úrokové sazby
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| Bankovní úvěry dlouhodobé | 8 700 | 5 500 | 1 800 | 26 054 | 9 998 |
| Bankovní úvěry krátkodobé | 3 200 | 3 200 | 1 200 | 6 655 | 6 055 |
| Úvěry celkem | 11 900 | 8 700 | 3 000 | 32 709 | 16 053 |
| Nákladové úroky | 454 | 242 | 131 | 408 | 311 |
| Efektivní úroková sazba | 3,01 % | 2,03 % | 1,51 % | 13,60 % | 0,95 % |
| Průměrná úroková sazba | 2,18% | | | | |

Efektivní úroková sazba je v roce 2015 příliš vysoká, jelikož podnik ke konci roku 2014 evidoval úvěry pouze ve výši 3 000 tis. Kč, zatímco v následujícím roce je efektivní úroková sazba příliš nízká, protože v předchozím roce byla hodnota úvěru vysoká. Z tohoto důvodu byla úroková sazba stanovena jako průměrná úroková sazba za roky 2012 až 2014. V prognózované období se předpokládá, že výše úvěru bude ve všech letech stejná jako v roce 2016. Nákladové úroky se vypočítají jako součin úrokové sazby a plánované výše úvěru. Nákladové úroky ve všech prognózovaných letech vychází ve výši 350 tis. Kč.

Tabulka č. 59: Nákladové úroky

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------|------|------|------|------|
| Nákladové úroky | 311 | 350 | 350 | 350 |

Další krok představuje sestavení plánu VH z vedlejší činnosti podniku. Plánovaný VH z neprovozního majetku zahrnuje pouze výnosové úroky. Výnosové úroky jsou plánovány ve výši 0,05 % z peněžních prostředků v předchozím roce.

Tabulka č. 60: Vedlejší činnost - VH z neprovozního majetku

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------------|------|------|------|------|
| Výnosy z DFM | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výnosové úroky | 4 | 296 | 305 | 330 |
| VH z neprovozního majetku | 4 | 296 | 305 | 330 |

Posledním krokem při plánování výkazu zisku a ztráty je stanovení VH za účetní období po dani. Celkový VH před daní se vypočítá jako součet KPVH a VH z neprovozního majetku, a odečtou se nákladové úroky. Pro všechna plánová období se počítá s 19 % sazbou daně. Na základě níže uvedené tabulky se dá říci, že v prognózovaném období se bude čistý zisk postupně zvyšovat.

Tabulka č. 61: Výsledek hospodaření za účetní období po dani
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.v)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Celkový VH před daní | 38 785 | 40 609 | 43 970 | 48 187 |
| Daň | 6 514 | 7 716 | 8 354 | 9 156 |
| VH za účetní období po dani | 32 271 | 32 894 | 35 616 | 39 032 |

9.2 Plánovaná rozvaha

Další výkazem, který bude plánován je rozvaha. Rozvaha se skládá ze dvou částí, a to z aktiv a pasiv. Nezbytnou podmínka, která musí být splněna při sestavování plánované rozvahy je, aby se hodnota aktiv každoročně rovnala hodnotě pasiv.

9.2.1 Plánovaná aktiva

Východiskem při plánování aktiv byla provedená analýza a prognóza generátorů hodnoty. Položky DM byly převzaty z plánu investic do DM. Nicméně dosud byly naplánovány hodnoty DNM, staveb, oběžného majetku a pozemků, proto je potřeba doplnit DM o další položky. Jedná se poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM. Tyto položky jsou do budoucna uvažovány v konstantní výši na úrovni hodnot roku 2016. Také DFM je uvažován pro všechna plánovaná období na stejné úrovni jako v roce 2016.

Položky oběžných aktiv byly převzaty z plánu investic do pracovního kapitálu. Opět je nutné v oběžných aktivech doplnit položky, konkrétně se jedná o krátkodobý finanční majetek a peněžní prostředky. Krátkodobý finanční majetek byl v roce 2016 nulový, což se předpokládá také do budoucna. Ovšem hodnoty peněžních prostředků v jednotlivých letech lze doplnit až po sestavení výkazu cash flow. Pro úplnost aktiv byla hodnota peněžních prostředků v tomto okamžiku převzata z plánovaného výkazu cash flow. Peněžní prostředky se v aktivech členění na provozně potřebné a provozně nepotřebné, stejně jako DFM. Časové rozlišení aktiv je uvažováno do budoucna v konstantní výši, a to na stejné úrovni jako v roce 2016.

Tabulka č. 62: Plánovaná rozvaha - aktiva

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| AKTIVA CELKEM | 235 148 | 248 561 | 267 251 | 289 659 |
| Dlouhodobý majetek | 65 321 | 67 265 | 69 209 | 71 153 |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 5 717 | 6 265 | 6 812 | 7 360 |
| Dlouhodobý hmotný majetek | 31 009 | 32 406 | 33 802 | 35 199 |
| Pozemky a stavby | 16 376 | 17 312 | 18 247 | 19 183 |
| Pozemky | 4 320 | 4 320 | 4 320 | 4 320 |
| Stavby | 12 056 | 12 992 | 13 927 | 14 863 |
| Hmotné movité věci a jejich soubory | 14 165 | 14 626 | 15 087 | 15 548 |
| Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM | 468 | 468 | 468 | 468 |
| Dlouhodobý finanční majetek | 28 595 | 28 595 | 28 595 | 28 595 |
| a) provozně potřebný | 0 | 0 | 0 | 0 |
| b) provozně nepotřebný | 28 595 | 28 595 | 28 595 | 28 595 |
| Oběžná aktiva | 168 842 | 180 311 | 197 057 | 217 521 |
| Zásoby | 70 510 | 71 231 | 78 245 | 85 949 |
| Pohledávky | 39 084 | 47 998 | 52 724 | 57 916 |
| Krátkodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Peněžní prostředky (peníze + účty) | 59 248 | 61 083 | 66 088 | 73 655 |
| a) provozně potřebné | 6 139 | 6 243 | 6 858 | 7 533 |
| b) provozně nepotřebné | 53 109 | 54 840 | 59 230 | 66 122 |
| Časové rozlišení aktiv | 985 | 985 | 985 | 985 |

9.2.2 Plánovaná pasiva

Druhou část plánu rozvahy tvoří plán pasiv. Základní kapitál je uvažován pro všechna plánová období na úrovni hodnoty roku 2016, neboť se nepředpokládá jeho zvyšování či snižování. Konstantní výše hodnoty roku 2016 byla také zachována u položky Ážio a kapitálové fondy. Co se týče fondů ze zisku, je hodnota taktéž zachována na úrovni roku 2016. Podnik má sice ve stanovách stanoveno, že vytváří ostatní rezervní fond z čistého zisku, nicméně je tam také uvedeno, že jej bude doplňovat do té doby, než bude rezervní fond ve výši 20 % základního kapitálu. Tuto podmínky podnik již dávno splnit, a proto se nepředpokládá změna ostatního rezervního fondu. VH běžného účetního období je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. VH minulých let se každoročně navyšuje o hodnotu VH předchozího účetního období, který je ovšem snížen o výplatu dividend. Co se týče dividend, tak se předpokládá, že budou každoročně vyplaceny ve výši 20 000 tis. Kč.

V prognózovaných letech se nepředpokládá tvorba rezerv. Vzhledem k tomu, že se od roku 2016 změnila struktura vykazování závazků, a závazky k úvěrovým institucím jsou nyní vykazovány v rámci závazků dle doby jejich splatnosti, byli pro větší přehlednost v plánované rozvaze dlouhodobé i krátkodobé závazky rozděleny na závazky k úvěrovým institucím a ostatní závazky, které zahrnují všechny ostatní položky závazků. Závazky k úvěrovým institucím dlouhodobé i krátkodobé budou plánovány na úrovni roku 2016, neboť se předpokládá, že během daného období budou čerpány a spláceny ve stejné výši. Hodnoty krátkodobých závazků byly převzaty z plánu investic do pracovního kapitálu. Časové rozlišení pasiv se stejně jakou u aktiv považuje za konstantní, na úrovni roku 2016.

Tabulka č. 63: Plánovaná rozvaha - pasiva

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| PASIVA CELKEM | 235 148 | 248 561 | 267 251 | 289 659 |
| Vlastní kapitál | 187 724 | 200 618 | 216 233 | 235 265 |
| Základní kapitál | 31 500 | 31 500 | 31 500 | 31 500 |
| Ážio a kapitálové fondy | -7 099 | -7 099 | -7 099 | -7 099 |
| Fondy ze zisku | 6 310 | 6 310 | 6 310 | 6 310 |
| Ostatní rezervní fondy | 6 310 | 6 310 | 6 310 | 6 310 |
| Výsledek hospodaření minulých let | 124 742 | 137 013 | 149 907 | 165 522 |
| Výsledek hospodaření běžného účetního období | 32 271 | 32 894 | 35 616 | 39 032 |
| Cizí zdroje | 46 963 | 47 483 | 50 556 | 53 933 |
| Rezervy | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Závazky | 46 963 | 47 483 | 50 556 | 53 933 |
| Dlouhodobé závazky | 10 213 | 10 213 | 10 213 | 10 213 |
| Závazky k úvěrovým institucím | 9 998 | 9 998 | 9 998 | 9 998 |
| Ostatní dlouhodobé závazky | 215 | 215 | 215 | 215 |
| Krátkodobé závazky | 36 750 | 37 270 | 40 343 | 43 720 |
| Závazky k úvěrovým institucím | 6 055 | 6 055 | 6 055 | 6 055 |
| Ostatní krátkodobé závazky | 30 695 | 31 215 | 34 288 | 37 665 |
| Časové rozlišení pasiv | 461 | 461 | 461 | 461 |

9.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Posledním výkazem, který bude v rámci této kapitoly naplánován je výkaz peněžních toků neboli výkaz cash flow. Členění výkazu cash flow koresponduje se základními podnikovými činnostmi, které jsou rozděleny na provozní, investiční a finanční činnost. Nicméně pro účely ocenění má tento výkaz mírně odlišnou podobu, neboť se zvlášť vymezuje peněžní tok z provozního a neprovozního majetku, dále se také vyčleňuje peněžní tok poskytovatelům kapitálu, tedy nákladové úroky.

Nejdříve bude stanoven peněžní tok z provozního majetku, který se skládá z peněžního toku z provozu a investiční činnosti. Základním východiskem plánovaného peněžního toku z provozu je KPVH po dani, který se upraví o nepeněžní operace a také o změny oběžných aktiv, které jsou provozně nutné.

Tabulka č. 64: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z provozní činnosti
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| 1) Peněžní tok z provozu (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| KPVH | 35 685 | 40 663 | 44 015 | 48 207 |
| Daň připadající na KPVH | 6 780 | 7 726 | 8 363 | 9 159 |
| KPVH po dani | 28 905 | 32 937 | 35 652 | 39 048 |
| Úpravy o nepeněžní operace | 9 868 | 9 868 | 11 492 | 12 766 |
| Odpisy DM (provozně nutného) | 9 868 | 9 868 | 11 492 | 12 766 |
| Změna zůstatků rezerv | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) | -2 081 | -9 115 | -8 667 | -9 520 |
| Změna stavu pohledávek | 7 705 | -8 914 | -4 726 | -5 192 |
| Změna stavu krátkodobých závazků | -2 673 | 520 | 3 074 | 3 376 |
| Změna stavu zásob | -7 113 | -721 | -7 014 | -7 705 |
| Peněžní tok z provozní činnosti | 36 692 | 33 691 | 38 478 | 42 294 |

V následující tabulce jsou uvedeny plánované peněžní toky pro investiční činnost. Hodnoty byly převzaty z plánu dlouhodobého majetku, konkrétně se jedná o celkové investice brutto do DM. Hodnoty jsou vykázané s mínusem, neboť se jedná o výdaj peněžních prostředků. Peněžní tok z provozního majetku se vypočítá jako součet peněžního toku z provozní činnosti a peněžního toku z investiční činnosti.

Tabulka č. 65: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z investiční činnosti, peněžní tok z provozního majetku

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| 2) Investiční činnost (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|----------|---------------|---------------|---------------|
| Nabytí DM (provozně nutného) | - | -11 812 | -13 436 | -14 710 |
| Peněžní tok z investiční činnosti | - | -11 812 | -13 436 | -14 710 |
| PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM | - | 21 879 | 25 041 | 27 584 |

Následující tabulka zobrazuje plánované nákladové úroky, které již byly vypočteny při plánování výkazu zisku a ztráty. Vzhledem k tomu, že se jedná o výdaj peněžních prostředků, jsou nákladové úroky uvedeny s mínusem.

Tabulka č. 66: Plánovaný výkaz peněžních toků - Náklady na cizí kapitál

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Náklady na cizí kapitál (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PLATBA NÁKLADOVÝ ÚROKŮ | -311 | -350 | -350 | -350 |

Peněžní tok z neprovozního majetku je dán součtem příjmů z neprovozního majetku, nabytím neprovozního majetku a prodejem neprovozního majetku. Výnosové úroky a výnosy z DFM byly převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Diference v platbě daně oproti dani z KPVH se vypočítá jako rozdíl daně připadající na celkový VH před zdaněním a dani připadající na KPVH.

Tabulka č. 67: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z neprovozního majetku
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Peněžní tok z neprovozního majetku (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|-------------|------------|------------|------------|
| Příjmy z neprovozního majetku | 270 | 307 | 314 | 334 |
| Výnosy z DFM | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výnosové úroky | 4 | 296 | 305 | 330 |
| Diference v platbě daně oproti dani z KPVH | 266 | 10 | 9 | 4 |
| Nabytí neprovozního majetku | -1 232 | 0 | 0 | 0 |
| Nabytí DFM | -1 232 | 0 | 0 | 0 |
| Prodej neprovozního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Snížení DFM | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM | -962 | 307 | 314 | 334 |

Aby mohl být stanoven celkový peněžní tok podniku, je nutné ještě vymezit peněžní tok z finanční činnosti. Vzhledem k tomu, že se předpokládá, že úvěry budou čerpány a spláceny ve stejné výši, jsou hodnoty u položek změna dlouhodobých a krátkodobých bankovních úvěrů nulové. V prognózovaném období se nepředpokládá navýšení či snížení základního kapitálu. Jelikož nejsou k dispozici informace o výplatě dividend, předpokládá se, že budou každoročně vyplaceny ve výši 20 000 tis. Kč.

Tabulka č. 68: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z finanční činnosti
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Finanční činnost (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Změna stavu dlouhodobých závazků | -16 656 | 0 | 0 | 0 |
| Změna dlouhodobých bankovních úvěrů | -16 056 | 0 | 0 | 0 |
| Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů | -600 | 0 | 0 | 0 |
| Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybraných operací | -29 999 | -20 000 | -20 000 | -20 000 |
| Upsání cenných papírů a účastí (zvýšení základního kapitálu) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výplata dividend a podílů ze zisku | -29 999 | -20 000 | -20 000 | -20 000 |
| PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM | -46 655 | -20 000 | -20 000 | -20 000 |

Nyní lze již stanovit celkový peněžní tok podniku, který se vypočítá jako součet peněžního toku z provozního majetku celkem, z neprovozního majetku, z finanční činnosti a plateb nákladových úroků. Peněžní prostředky na konci období se vypočítají jako součet peněžních prostředků na začátku období a celkového peněžního toku.

Tabulka č. 69: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok celkem
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Peněžní tok celkem (v tis. Kč) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------|--------------|--------------|--------------|
| PENĚŽNÍ TOK CELKEM | - | 1 835 | 5 005 | 7 568 |
| Stav peněžních prostředků na konci období | 59 248 | 61 083 | 66 088 | 73 655 |

Celkový peněžní tok se bude v plánovaném období zvyšovat, což je pozitivní. Stav peněžních prostředků na konci období je kladný, navíc lze sledovat rostoucí trend. Na základě výše uvedené tabulky se dá říci, že plánovaný způsob financování postačuje k uskutečnění jednotlivých plánů.

9.4 Finanční analýza sestaveného finančního plánu

V rámci finanční analýzy sestaveného finančního plánu bude provedena analýza ukazatelů aktivity, rentability, zadluženosti a likvidity.

V roce 2017 se předpokládá, že dojde k mírnému poklesu doby obratu celkových aktiv, nicméně v následujících dvou letech bude opět růst.

Tabulka č. 70: Ukazatele aktivity
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Obrat celkových aktiv | 1,09 | 1,03 | 1,06 | 1,07 |
| Doba obratu zásob | 99,14 | 99,78 | 99,78 | 99,78 |
| Doba obratu pohledávek | 54,96 | 67,24 | 67,24 | 67,24 |
| Doba obratu závazků | 43,16 | 43,73 | 43,73 | 43,73 |

U ukazatelů rentability lze sledovat mírný pokles oproti roku 2016. Nicméně v prognózovaném období se předpokládá, že ukazatele rentability budou mít rostoucí tendenci, což je pozitivní.

Tabulka č. 71: Ukazatele rentability

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| ROA | 16,63 | 16,48 | 16,58 | 16,76 |
| ROE | 17,19 | 16,40 | 16,47 | 16,59 |
| ROS | 12,60 | 12,80 | 12,62 | 12,59 |
| ROCE | 19,75 | 19,43 | 19,57 | 19,77 |

Společnost při financování svého majetku upřednostňuje vlastní zdroje. Do budoucna se předpokládá, že dojde k mírnému poklesu celkové zadluženosti podniku. Podnik COMINFO je schopen z vytvořeného VH bez problému krýt nákladové úroky, což se předpokládá také v prognózovaných letech.

Tabulka č. 72: Ukazatele zadluženosti

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Celková zadluženost | 19,97 | 19,10 | 18,92 | 18,62 |
| Koeficient samofinancování | 79,83 | 80,71 | 80,91 | 81,22 |
| Úrokové krytí | 125,71 | 116,94 | 126,53 | 138,57 |

Vzhledem ke struktuře oběžného majetku podniku se dá říci, že podnik doposud neměl problémy se žádnou z likvidit, což se také předpokládá. V prognózovaném období se hodnoty pohybují nad doporučeným intervalem, dokonce se předpokládá, že dojde ještě k mírnému růstu.

Tabulka č. 73: Ukazatele likvidity

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|------|------|------|------|
| Běžná likvidita | 4,59 | 4,84 | 4,88 | 4,98 |
| Pohotová likvidita | 2,68 | 2,93 | 2,95 | 3,01 |
| Okamžitá likvidita | 1,61 | 1,64 | 1,64 | 1,68 |

Na základě provedené finanční analýzy sestaveného finančního plánu se dá říci, že se bude mírně snižovat zadluženost podniku. Podniku nehrozí potíže s úhradami závazků, ovšem na druhou stranu podnik disponuje provozně nepotřebnými peněžními prostředky, což snižuje výnosnost podniku. Závěrem lze říci, že společnost COMINFO je prosperující společností a netrpí závažnými problémy, které by ohrožovaly její další působení.

10 NÁKLADY KAPITÁLU

Posledním krokem před finálním oceněním podniku je stanovení nákladů kapitálu.

10.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál byly vypočítány již v kapitole 9.1 v rámci sestavování plánovaného výkazu zisku a ztráty. Vzhledem k tomu, že nejsou k dispozici informace o úrokových mírách jednotlivých úvěrů, byly náklady na cizí kapitál stanoveny zjednodušeným způsobem. Tato metoda vychází z úvahy, že nákladové úroky za dané období jsou odvozeny z hodnoty úvěru na počátku daného období, tedy z hodnoty úvěru na konci předcházejícího období. Efektivní úroková sazba byla stanovena jako průměr za roky 2012 až 2014. Průměrné náklady na cizí kapitál činí 1,77 %.

10.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál budou stanoveny prostřednictvím metody oceňování kapitálových aktiv, tedy metody CAPM. Vzhledem k tomu, že základní model CAPM nelze použít pro podniky působící v České republice, bude pro stanovení nákladů použita jeho modifikace. Konkrétně se jedná o modifikaci navrženou prof. Damodaranem, která je použitelná pro neamerické podniky. Tento model vychází z bezrizikové výnosnosti realizované na americkém kapitálovém trhu, ke které se přičítají rizika, která jsou spojena se zemí, kde je tento model aplikován. Výpočet nákladů na vlastní kapitál prostřednictvím Damodaranovy modifikace modelu CAPM je uveden v následující tabulce.

Tabulka č. 74: Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí Damodaranovy modifikace modelu CAPM

(Zdroj: Vlastní zpracování)

| Damodaranova modifikace modelu CAPM | |
|--|---------|
| r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA) | 1,63 % |
| Beta nezadlužené pro "Electrical Equipment" (Evropa) | 1,15 |
| Riziková premie kap. trhu USA (geometrický průměr 1928-2016) | 4,62 % |
| Rating České republiky | A1 |
| Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA) | 0,81 % |
| Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům | 1,50 |
| Riziková premie země | 1,22 % |
| Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci | 1,35 % |
| Riziková přírážka za velikost podniku - odhad | 1,50 % |
| Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad | 2,00 % |
| Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku | 3,97 % |
| Daňová sazba | 19,00 % |
| Beta zadlužené | 1,19 |
| Náklady vlastního kapitálu | 11,96 % |

Bezriziková výnosová míra byla odvozena od aktuální výnosnosti dlouhodobých vládních dluhopisů USA, konkrétně byla při výpočtu použita aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA¹⁵⁷. Hodnota bety nezadlužené pro odvětví „Electrical Equipment“ v Evropě byla získána z webu profesora Damodarana¹⁵⁸. Riziková premie kapitálové trhu USA byla stanovena pomocí geometrického průměru hodnot za období 1928 - 2016¹⁵⁹. Rating České republiky stanovený ratingovou agenturou

¹⁵⁷ U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>.

¹⁵⁸ Damodaran ONLINE. *Levered and Unlevered Betas* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

¹⁵⁹ Damodaran ONLINE. *Historical Returns on Stock* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Moody's je na stupni A1¹⁶⁰. Riziko selhání země představuje rozdíl mezi výnosností dluhopisů, které mají rating A1 a výnosností dluhopisů s ratingem AAA, který má USA¹⁶¹. Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům byl stanoven na úrovni 1,5¹⁶². Riziková premie země představuje součin rizika selhání země a odhadu poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům. Nicméně rizikovou premii země je nutné ještě upravit o rozdíl v inflaci mezi USA a Českou republikou. Průměrná předpokládaná inflace za období 2017 - 2019 v České republice je 2,4 %¹⁶³, zatímco v USA 2,3 %¹⁶⁴. Dále je potřebné zohlednit rizikovost podniku ve vztahu k jeho velikosti, a proto byla riziková přírážka za velikost podniku stanovena ve výši 1,5 %. Akcie společnosti jsou cennými papíry na jméno a jejich převoditelnost je omezena, proto byla riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů stanovena na výši 2 %. Při výpočtu beta zadlužené byl použit poměr dlouhodobých cizích zdrojů a vlastního kapitálu v tržním ocenění, ovšem tato hodnota je výsledkem celého ocenění, a proto byla jeho hodnota určena iteračním způsobem. Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu dle modifikovaného modelu CAPM činí 11,96 %.

10.3 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál představuje poslední krok před provedením finálního výpočtu hodnoty podniku. Problémem ve výpočtu je poměr cizího a vlastního kapitálu, neboť vlastní kapitál v tržním ocenění je výsledkem celého ocenění. Aby bylo dosaženo stejné hodnoty vlastního kapitálu, ze kterého se počítají WACC a výsledného ocenění, je nutné provést iterativní výpočet kapitálové struktury. Nejprve se nastaví hodnota vlastního kapitálu ve výpočtu WACC na libovolnou hodnotu a po dokončení finálního ocenění se musí oceňovatel vrátit k výpočtu WACC. Následně lze provést iterativní výpočet kapitálové struktury, poté se hodnota vlastního kapitálu, která

¹⁶⁰ Česká národní banka. *Mezinárodní vztahy* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/.

¹⁶¹ Damodaran ONLINE. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁶² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2011, s. 221.

¹⁶³ Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce – leden 2018* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.

¹⁶⁴ Knoema. *US Inflation Forecast 2017, 2018 and up to 2060* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <https://knoema.com/kyaewad/us-inflation-forecast-2017-2018-and-up-to-2060-data-and-charts>.

je použita při výpočtu WACC rovná hodnotě vlastního kapitálu, který je výsledkem finálního ocenění. Pro správnost výpočtu WACC je proto již v této kapitole počítáno se skutečným poměrem cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku.

V následující tabulce je uveden podíl vlastního a cizího kapitálu na celkovém zpoplatněném kapitálu.

Tabulka č. 75: Váhy položek kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | tis. Kč | podíl |
|-----------------------------|---------|----------|
| Vlastní kapitál | 404 796 | 96,16 % |
| Bankovní úvěry dlouhodobé | 9 998 | 2,38 % |
| Bankovní úvěry krátkodobé | 6 055 | 1,44 % |
| Cizí kapitál celkem | 16 053 | 3,81 % |
| Celkový zpoplatněný kapitál | 420 849 | 100,00 % |

Tabulka níže zobrazuje výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál.

Tabulka č. 76: Průměrné vážené náklady kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| | váha | náklad | součin |
|---|---------|---------|---------|
| Vlastní kapitál | 96,19 % | 11,96 % | 11,50 % |
| Cizí kapitál po dani | 3,81 % | 1,77 % | 0,07 % |
| Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) | 11,57% | | |

Průměrné vážené náklady kapitálu podniku COMINFO jsou ve výši 11,57 %.

11 VÝSLEDNÉ OCENĚNÍ PODNIKU COMINFO, a.s.

V této kapitole bude provedeno výsledné ocenění podniku COMINFO k 1.10.2016. Hodnota podniku bude stanovena prostřednictvím metody diskontovaných cash flow (DCF) ve variantě entity a následně pomocí metody ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity (EVA). Obě metody se principálně podobají, a proto by měla vycházet stejná hodnota podniku.

11.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF entity se řadí mezi výnosové metody, hodnota podniku je dána současnou hodnotou budoucích cash flow, které plynou od data ocenění až do nekonečna. Výpočet hodnoty podniku prostřednictvím této metody probíhá ve dvou fázích.

V první fázi se určí kolik peněžních prostředků je možné z podniku odčerpat, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Nejprve se tedy stanoví volný peněžní tok do podniku (FCFF), který vychází z prognózovaného finančního plánu. Výchozím bodem FCFF je KPVH, od kterého se nejprve odečte daň z příjmu. Dále se KPVH po dani upraví o odpisy, nepeněžní operace, a také o investice do provozně nutného DM a pracovního kapitálu. V následující tabulce je uvedena výše investovaného provozně nutného kapitálu v jednotlivých letech.

Tabulka č. 77: Investovaný provozně nutný kapitál

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Provozně nutný dlouhodobý majetek | 36 726 | 38 670 | 40 614 | 42 558 |
| Upravený pracovní kapitál | 85 562 | 94 781 | 104 062 | 114 257 |
| Investovaný kapitál celkem | 122 288 | 133 451 | 144 676 | 156 816 |

Položka investice do provozně nutného DM představuje rozdíl mezi provozně nutným DM v daném roce a v roce předchozím, který se ještě navýší o odpisy. Vzhledem k tomu, že se jedná o výdaj je tato položka v následující tabulce uvedena s mínusem. Obdobným způsobem se také stanoví položka investice do provozně nutného pracovního kapitálu. V následující tabulce je uveden výpočet FCFF pro období 2017 až 2019.

Tabulka č. 78: FCFF pro 1. fázi

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Volné cash flow pro 1. fázi (v tis. Kč) | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|---------|---------|---------|
| KPVH | 40 663 | 44 015 | 48 207 |
| Upravená daň z příjmu | 7 726 | 8 363 | 9 159 |
| KPVH po dani | 32 937 | 35 652 | 39 048 |
| Odpisy | 9 868 | 11 492 | 12 766 |
| Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv) | 0 | 0 | 0 |
| Investice do provozně nutného DM | -11 812 | -13 436 | -14 710 |
| Investice do provozně nutného pracovního kapitálu | -9 219 | -9 281 | -10 195 |
| FCFF | 21 775 | 24 427 | 26 908 |

Vypočtené hodnoty FCFF v jednotlivých letech je nutné diskontovat na současnou hodnotu. Vzhledem k tomu, že metoda DCF entity vychází z peněžního toku, který je k dispozici pro vlastníky i věřitele, je diskontní míra na úrovni WACC.

Tabulka č. 79: Diskontované FCFF pro 1. fázi

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|----------|----------|----------|
| FCFF | 21 775 | 24 427 | 26 908 |
| Odúročitel pro diskontní míru (WACC): 11,57 % | 0,896289 | 0,803333 | 0,720018 |
| Diskontované FCFF k 1.10.2016 | 19 516 | 19 623 | 19 374 |

Součet diskontovaných FCFF v jednotlivých letech představuje konečnou hodnotu první fáze metody DCF entity, která u podniku COMINFO činí 58 514 tis. Kč.

V rámci druhé fáze se stanovuje pokračující hodnota podniku, tedy hodnota od roku 2020. Pokračující hodnotu v rámci druhé fáze lze stanovit pomocí Gordonova vzorce nebo Parametrického vzorce, nicméně oba vzorce by měli stanovit stejnou hodnotu. Před samotným výpočtem pokračující hodnoty je nutné stanovit předpokládané tempo růstu, jenž představuje základní veličinu pokračující hodnoty. Spodní hranici při stanovení tempa růstu představuje dlouhodobě očekávaná inflace, neboť při dodržení této

minimální hranice se podnik nebude zmenšovat v reálném vyjádření. Horní limit při stanovení tempa růstu představuje dlouhodobě udržitelná míra růstu HDP. Hranice intervalu pro určení tempa růstu jsou 2,23 %-2,89 %^{165,166}. Tyto hranice byly určeny na základě průměru hodnot od roku 2000 do roku 2019, tedy do výpočtu byly zahrnuty také prognózované hodnoty. Tempo růstu bylo stanoveno na úrovni 2,23 %, což představuje dolní hranici stanoveného intervalu.

Při stanovení pokračující hodnoty prostřednictvím Gordonova vzorce se musí vypočítat hodnotu FCFF pro rok 2020. Je tedy nutné nejprve vypočítat hodnotu celkového investovaného kapitálu pro rok 2020, jenž se vypočítá jako celkový investovaný kapitál v roce 2019 navýšený o 2,23 %, což představuje tempo růstu pro druhou fázi. V roce 2020 celkový investovaný kapitál činí 160 305 tis. Kč. Obdobným způsobem se vypočítá KPVH po dani, který je v roce 2020 ve výši 39 917 tis. Kč. Poté lze stanovit FCFF pro rok 2020, jako rozdíl KPVH po dani v roce 2020 a netto investic pro rok 2020.

Parametrický vzorec vychází z KPVH po dani pro rok 2020, pro výpočet je nutné znát míru a rentabilitu investic netto. Míra investic netto do DM a pracovního kapitálu představuje podíl investic netto a KPVH po dani. Rentabilita investic netto představuje podíl tempa růstu a míry investic netto.

V následující tabulce je uveden výpočet pokračující hodnoty podniku COMINFO prostřednictvím Gordonova vzorce a Parametrického vzorce.

¹⁶⁵ Český statistický úřad. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr.

¹⁶⁶ Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce – leden 2018* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.

Tabulka č. 80: Výpočet pokračující hodnoty

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., statistik Českého statistického úřadu a makroekonomické predikce Ministerstva financí)

| Pokračující hodnota | |
|---|---------|
| Tempo růstu | 2,23 % |
| Míra investic netto do DM a pracovního kapitálu | 8,74 % |
| Rentabilita investic netto | 25,45 % |
| FCFF 2020 (v tis. Kč) | 36 427 |
| Parametrický vzorec (v tis. Kč) | 389 756 |
| Gordonův vzorec (v tis. Kč) | 389 756 |

Pokračující hodnota podniku vypočtená prostřednictvím Parametrického a Gordonova vzorce činí 389 756 tis. Kč. Vypočtenou pokračující hodnotu podniku je třeba diskontovat na současnou hodnotu. Současná hodnota druhé fáze činí 280 632 tis. Kč.

V následující tabulce je uveden výpočet výsledné hodnoty podniku. Provozní hodnota brutto představuje součet současné hodnoty první a druhé fáze ocenění. Provozní hodnota netto se vypočítá jako rozdíl provozní hodnoty brutto a úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. K provozní hodnotě netto se přičte hodnota neprovozního majetku k datu ocenění, konkrétně se jedná o provozně nepotřebný DFM a provozně nepotřebné peněžní prostředky.

Tabulka č. 81: Výpočet výsledné hodnoty podniku k 1.10.2016

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Výnosové ocenění k 1.10.2016 | v tis. Kč |
|--|----------------|
| Současná hodnota 1. fáze | 58 514 |
| Současná hodnota 2. fáze | 280 632 |
| Provozní hodnota brutto | 339 145 |
| Úročený cizí kapitál k datu ocenění | 16 053 |
| Provozní hodnota netto | 323 092 |
| Neprovozní majetek k datu ocenění | 81 704 |
| Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF | 404 796 |

Výsledná hodnota vlastního kapitálu akciové společnosti COMINFO k 1.10.2016 činí 404 796 tis. Kč.

11.2 Metoda EVA entity

Výpočet EVA ve variantě entity probíhá stejně jako u metody DCF entity ve dvou fázích. V první fázi se zjišťuje hodnota diskontované EVA a ve druhé fázi se stanovuje pokračující hodnota podniku.

Nejprve je nutné vypočítat EVA v jednotlivých letech. Přičemž hodnota NOPAT neboli čistý operační zisk po dani odpovídá hodnotě KPVH po odpisech a dani, se kterým se počítá v rámci metody DCF entity. Stejně tak NOA neboli čistá operační aktiva jsou shodná s hodnotou celkového investovaného kapitálu u metody DCF. Vzhledem k uvedeným rovnostem, by při správné aplikaci měla hodnota podniku stanovená pomocí metody DCF entity odpovídat hodnotě vypočtené prostřednictvím metody EVA ve variantě entity.

V následující tabulce je uveden výpočet EVA v jednotlivých letech, přičemž diskontovaná EVA představuje součin EVA a odúročitele pro diskontní míru, která je stejná jako u metody DCF entity tedy 11,57 %. V tabulce je uveden také výpočet EVA pro rok 2020, neboť podobně jako u metody DCF je nutné pro stanovení pokračující hodnoty podniku vypočítat vybrané položky pro rok 2020. NOPAT v roce 2020 se stanoví jako NOPAT v roce 2019 navýšený o tempo růstu, konkrétně o 2,23 %. Stejným způsobem byla vypočtena také hodnota NOA v roce 2020.

Tabulka č. 82: Výpočet diskontované EVA pro 1. fázi

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Údaje jsou v tis. Kč | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------------------------------|---------|----------|----------|----------|---------|
| NOPAT | 28 905 | 32 937 | 35 652 | 39 048 | 39 917 |
| NOA (ke konci období) | 122 288 | 133 451 | 144 676 | 156 816 | 160 305 |
| WACC * NOA _{t-1} | - | 14 150 | 15 442 | 16 741 | 18 145 |
| EVA | - | 18 787 | 20 210 | 22 307 | 21 771 |
| Odúročitel pro diskontní míru (WACC) | - | 0,896289 | 0,803333 | 0,720018 | - |
| EVA diskontovaná | - | 16 839 | 16 236 | 16 061 | - |

Součet diskontovaných EVA v jednotlivých letech představuje konečnou hodnotu první fáze metody EVA ve variantě entity, která u podniku COMINFO činí 49 136 tis. Kč.

V rámci druhé fáze se stanovuje pokračující hodnota podniku, přičemž se postupuje obdobným způsobem jako u metody DCF entity. Tempo růstu je ve výši 2,23 %, což odpovídá tempu růstu použitého při výpočet DCF. Stejně tak míra investic netto je shodná s mírou investic u metody DCF. V rámci této metody se pokračující hodnota vypočítá jako podíl EVA v roce 2020 a rozdílu mezi WACC a tempa růstu. V následující tabulce je uveden výpočet pokračující hodnoty prostřednictvím metody EVA entity.

Tabulka č. 83: Výpočet pokračující hodnoty pro metodu EVA

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s., statistik Českého statistického úřadu a makroekonomické predikce Ministerstva financí)

| Pokračující hodnota | |
|---------------------------------|---------|
| Tempo růstu | 2,23 % |
| Míra investic netto | 8,74 % |
| Pokračující hodnota (v tis. Kč) | 232 941 |

Pokračující hodnota podniku činí 232 941 tis. Kč. Nicméně je potřeba ji diskontovat na současnou hodnotu, která se vypočítá jakou součin pokračující hodnoty a odúročitele pro diskontní míru v posledním prognózovaném roce. Současná hodnota druhé fáze je ve výši 167 721 tis. Kč.

Výpočet výsledné hodnoty podniku pomocí metody EVA ve variantě entity je uveden v následující tabulce. Přičemž tržní přidaná hodnota (MVA) představuje součet současné hodnoty první a druhé fáze ocenění. Součtem hodnoty MVA a NOA k datu ocenění se získá provozní hodnota brutto, kterou je nutné snížit o úročený cizí kapitál k datu ocenění. Na závěr se k provozní hodnotě netto připočítá hodnota neprovozního majetku k 1.10.2016, konkrétně se jedná o provozně nepotřebný DFM a provozně nepotřebné peněžní prostředky. Výsledná hodnota vlastního kapitálu akciové společnosti COMINFO určená pomocí metody EVA ve variantě entity k 1.10.2016 činí 404 796 tis. Kč.

Tabulka č. 84: Výpočet výsledné hodnoty podniku k 1.10.2016 metodou EVA
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti COMINFO, a.s.)

| Výnosové ocenění k 1.10.2016 | v tis. Kč |
|--|----------------|
| Současná hodnota 1. fáze | 49 136 |
| Současná hodnota 2. fáze | 167 721 |
| MVA | 216 857 |
| NOA k datu ocenění | 122 288 |
| Provozní hodnota brutto | 339 145 |
| Úročený cizí kapitál k datu ocenění | 16 053 |
| Provozní hodnota netto | 323 092 |
| Neprovozní majetek k datu ocenění | 81 704 |
| Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA | 404 796 |

Výsledná hodnota vlastního kapitálu vypočtená prostřednictvím metody DCF entity i metody EVA ve variantě entity je shodná, dá se tedy říci, že výpočty obou metod byli správné. Hodnota vlastního kapitálu akciové společnosti COMINFO k 1.10.2016 činí 404 796 tis. Kč.

Vzhledem k tomu, že podnik k datu ocenění eviduje ve svých zdrojích také úročený cizí kapitál, následuje po stanovení hodnoty iterativní výpočet kapitálové struktury, aby došlo ke sladění hodnoty vlastního kapitálu použitého pro výpočet WACC a výsledné hodnoty podniku. Tato úprava představuje finální krok v rámci ocenění, nicméně výpočet WACC uvedený v kapitole 10 počítá se skutečným poměrem cizího a vlastního kapitálu.

ZÁVĚR

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu podniku COMINFO, a.s. k 1.10.2016 pomocí výnosových metod, konkrétně prostřednictvím metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity. Účelem bylo zjistit objektivizovanou hodnotu podniku k datu ocenění.

Před provedením samotného ocenění podniku bylo nutné splnit několik dílčích cílů. Nejprve byla provedena strategická analýza podniku, kde bylo prostřednictvím PEST analýzy posouzeno vnější prostředí podniku. Konkurenční prostředí podniku bylo vymezeno pomocí Porterova modelu pěti sil. Vnitřní prostředí podniku bylo posouzeno prostřednictvím McKinseyho 7S analýzy. Následně byla zhodnocena finanční situace podniku COMINFO, a.s. za posledních 5 let pomocí vybraných metod finanční analýzy. Na podkladě poznatků z předchozích analýz byla následně sestavena SWOT matice podniku, v rámci které byly identifikovány silné a slabé stránky podniku, a také hrozby a příležitosti. Na základě provedených analýz se dá říci, že podnik COMINFO, a.s. je finančně zdravý, netrpí vážnými problémy, jenž by měly vliv na jeho existenci. U podniku COMINFO lze tedy předpokládat dlouhodobou perspektivu.

Dále bylo na základě provedené analýzy a prognózy jednotlivých generátorů hodnoty provedeno předběžné ocenění. Na základě prognózy jednotlivých generátorů hodnoty byl poté sestaven finanční plán pro období 2017-2019, který slouží jako podklad pro ocenění podniku. Před finálním oceněním podniku bylo nutné ještě stanovit náklady kapitálu, přičemž diskontní míra byla stanovena na úrovni WACC. Výsledná hodnota podniku byla stanovena za pomoci dvou výnosových metod, konkrétně pomocí metody DCF ve variantě entity a EVA ve variantě entity. Hodnota podniku stanovená pomocí obou metod byla stejná, což svědčí o správném výpočtu. Výsledná hodnota podniku COMINFO, a.s. k 1.10.2016 činí 404 796 tis. Kč.

Vytyčený cíl této práce byl naplněn, objektivizovaná hodnota podniku COMINFO a.s. k 1.10.2016 byla stanovena prostřednictvím výnosových metod, konkrétně pomocí metody DCF ve variantě entity a EVA ve variantě entity. Taktéž všechny dílčí cíle, které bylo nutné splnit před výsledným oceněním podniku, byly naplněny.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BLAŽKOVÁ, Martina. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. Praha: Grada, 2007, 278 s. ISBN 978-80-247-1535-3.

COMINFO, a.s.. *Moderní identifikační systémy*. Zlín: COMINFO, a.s., 2017.

COMINFO, a.s.. *Profil společnosti*. Zlín: COMINFO, a.s., 2017.

COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2013*. Zlín: COMINFO, a.s., 2013.

COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2014*. Zlín: COMINFO, a.s., 2014.

COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2015*. Zlín: COMINFO, a.s., 2015.

COMINFO, a.s.. *Výroční zpráva: Annual report 2016*. Zlín: COMINFO, a.s., 2016.

COMINFO, a.s.: Security First [online]. ©2018 [cit. 2018-01-10]. Dostupné z: <http://www.cominfo-trade.com/cz/>.

Česká národní banka. *Finanční trhy* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/.

Česká národní banka. *Kurzy devizového trhu* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy.

Česká národní banka. *Mezinárodní vztahy* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/.

Český statistický úřad. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr.

Český statistický úřad. *Statistický bulletin - Zlínský kraj - 1. až 4. čtvrtletí 2016*. [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statisticky-bulletin-zlinsky-kraj-1-az-4-ctvrtleti-2016>.

Český statistický úřad. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje Zlínského kraje* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z:

https://www.czso.cz/csu/xz/zakladni_tendence_demografickeho_socialniho_a_ekonomického_vyvoje_zlinskeho_kraje.

Damodaran ONLINE. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Damodaran ONLINE. *Historical Returns on Stock* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Damodaran ONLINE. *Levered and Unlevered Betes* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2012, 325 s. ISBN 978-80-265-0032-2.

HANZELKOVÁ, Alena. *Business strategie: krok za krokem*. Praha: C. H. Beck, 2013, 159 s. ISBN 978-80-7400-455-1.

KAŇOVSKÁ, L. a D. SCHÜLLER. *Základy marketingu: studijní text pro bakalářské obory*. 2. přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2015, 131 s. ISBN 978-80-214-5107-0.

KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

Knoema. *US Inflation Forecast 2017, 2018 and up to 2060* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <https://knoema.com/kyaewad/us-inflation-forecast-2017-2018-and-up-to-2060-data-and-charts>.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Ministerstvo financí České republiky. *Makroekonomická predikce - leden 2018* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2016* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/analyza-vyvoje-ekonomiky-cr-za-rok-2016--230378/>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016*. [online]. 30.5.2017 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financi-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Finanční analýza podnikové sféry za 1. - 4. čtvrtletí 2015*. [online]. 2.11.2016 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z:

https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-1--_4--ctvrtleti-2015--221221/.

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014*. [online]. 3.4.2015 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument157262.html>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013*. [online]. 12.6.2014 [cit. 2018-02-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sbírka listin. *Sbírka listin: ANeT-Advanced Network Technology, s.r.o.* ©2012-2015 [cit. 2018-01-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=560891>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Veřejný rejstřík a Sbírka listin. *Sbírka listin: ARYKA IN-WEST a.s.* ©2012-2015 [cit. 2018-01-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=284453>.

PAVELKOVÁ, D. a A. KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2012, 272 s. ISBN 978-80-247-4004-1.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates* [online]. [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2016>.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012.

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích ze dne 25. ledna 2012.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

| | |
|-------|--|
| a.s. | akciová společnost |
| CAPM | Model oceňování kapitálových aktiv |
| CF | Cash flow |
| č. | číslo |
| ČOM | Čistý obchodní majetek |
| ČSN | Česká technická norma |
| DCF | Diskontovaný peněžní tok (cash flow) |
| DFM | Dlouhodobý finanční majetek |
| DHM | Dlouhodobý hmotný majetek |
| DM | Dlouhodobý majetek |
| DNM | Dlouhodobý nehmotný majetek |
| DPH | Daň z přidané hodnoty |
| EAT | Zisk po zdanění, čistý zisk |
| EBIT | Zisk před zdaněním a úroky |
| EET | Elektronická evidence tržeb |
| EVA | Ekonomická přidaná hodnota |
| FCF | Volné peněžní toky |
| FCFF | Volný peněžní tok do firmy |
| HDP | Hrubý domácí produkt |
| IT | Informační technologie |
| KPVH | Korigovaný provozní výsledek hospodaření |
| MVA | Tržní přidaná hodnota |
| NBÚ | Národní bezpečností úřad |
| NOA | Čistá operační aktiva |
| NOPAT | Čistý operační zisk po dani |
| NOPBT | Čistý operační zisk před zdaněním |
| p.b. | procentní bod |
| ROA | Rentabilita celkových aktiv |
| ROCE | Rentabilita dlouhodobých zdrojů |
| ROE | Rentabilita vlastního kapitálu |

| | |
|--------|----------------------------------|
| ROS | Rentabilita tržeb |
| s.r.o. | společnost s ručením omezeným |
| Sb. | Sbírka zákonů |
| TÜV | Technické kontrolní sdružení |
| VH | Výsledek hospodaření |
| VZZ | Výkaz zisku a ztráty |
| WACC | Průměrné vážené náklady kapitálu |

SEZNAM TABULEK

| | |
|---|----|
| Tabulka č. 1: Vývoj HDP v běžných cenách | 59 |
| Tabulka č. 2: Vývoj míry inflace | 60 |
| Tabulka č. 3: Horizontální analýza vybraných položek aktiv | 72 |
| Tabulka č. 4: Vertikální analýza vybraných položek aktiv | 72 |
| Tabulka č. 5: Horizontální analýza vybraných položek pasiv | 75 |
| Tabulka č. 6: Vertikální analýza vybraných položek pasiv | 76 |
| Tabulka č. 7: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty..... | 77 |
| Tabulka č. 8: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty..... | 78 |
| Tabulka č. 9: Rentabilita celkových vložených aktiv | 79 |
| Tabulka č. 10: Rentabilita vlastního kapitálu | 80 |
| Tabulka č. 11: Rentabilita tržeb | 81 |
| Tabulka č. 12: Rentabilita investovaného kapitálu | 81 |
| Tabulka č. 13: Obrat celkových aktiv | 82 |
| Tabulka č. 14: Doba obratu zásob | 83 |
| Tabulka č. 15: Doba obratu pohledávek | 83 |
| Tabulka č. 16: Doba obratu závazků | 84 |
| Tabulka č. 17: Celková zadluženost | 85 |
| Tabulka č. 18: Koeficient samofinancování | 85 |
| Tabulka č. 19: Úrokové krytí | 86 |
| Tabulka č. 20: Běžná likvidita | 87 |
| Tabulka č. 21: Pohotová likvidita | 87 |
| Tabulka č. 22: Okamžitá likvidita..... | 88 |
| Tabulka č. 23: Altmanův model | 89 |
| Tabulka č. 24: Index IN05 | 90 |
| Tabulka č. 25: Provozně nutný investovaný kapitál | 95 |
| Tabulka č. 26: Korigovaný provozní výsledek hospodaření | 95 |
| Tabulka č. 27: Tržby relevantního trhu | 97 |
| Tabulka č. 28: Prognóza tržeb relevantního trhu metodou časové řady..... | 98 |
| Tabulka č. 29: Vývoj a prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů..... | 99 |
| Tabulka č. 30: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu | 99 |

| | |
|---|-----|
| Tabulka č. 31: Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí regresní analýzy..... | 100 |
| Tabulka č. 32: Tržby trhu, tržní podíl podniku a tržby podniku..... | 101 |
| Tabulka č. 33: Prognóza tržeb | 102 |
| Tabulka č. 34: Zisková marže metoda shora | 102 |
| Tabulka č. 35: Zisková marže metoda zdola | 103 |
| Tabulka č. 36: Prognóza ziskové marže metodou zdola..... | 104 |
| Tabulka č. 37: Doby obratu jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu ... | 105 |
| Tabulka č. 38: Prognóza doby obratu jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu..... | 105 |
| Tabulka č. 39: Prognóza provozně nutných peněz | 106 |
| Tabulka č. 40: Prognóza upraveného pracovního kapitálu..... | 106 |
| Tabulka č. 41: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku za minulost | 107 |
| Tabulka č. 42: Investiční náročnost staveb za minulost | 108 |
| Tabulka č. 43: Investiční náročnost samostatných movitých věcí za minulost | 109 |
| Tabulka č. 44: Odhad investic netto pro období 2017-2019..... | 109 |
| Tabulka č. 45: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů - nehmotný majetek.... | 110 |
| Tabulka č. 46: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů - stavby | 110 |
| Tabulka č. 47: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů - samostatně movité věci..... | 111 |
| Tabulka č. 48: Plán dlouhodobého majetku - pozemky..... | 111 |
| Tabulka č. 49: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů..... | 112 |
| Tabulka č. 50: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu | 112 |
| Tabulka č. 51: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu | 113 |
| Tabulka č. 52: Zisková marže po dani | 114 |
| Tabulka č. 53: Předběžné ocenění podniku pomocí generátorů hodnoty | 116 |
| Tabulka č. 54: Analýza citlivosti - faktor zisková marže | 116 |
| Tabulka č. 55: Analýza citlivosti - faktor tempo růstu tržeb | 117 |
| Tabulka č. 56: Analýza citlivosti - faktor kalkulovaná úroková míra | 117 |
| Tabulka č. 57: Hlavní činnost - výnosy a náklady spojené s provozním majetkem..... | 119 |
| Tabulka č. 58: Výpočet průměrné úrokové sazby | 119 |
| Tabulka č. 59: Nákladové úroky..... | 120 |
| Tabulka č. 60: Vedlejší činnost - VH z neprovozního majetku..... | 120 |

| | |
|--|-----|
| Tabulka č. 61: Výsledek hospodaření za účetní období po dani | 121 |
| Tabulka č. 62: Plánovaná rozvaha - aktiva | 122 |
| Tabulka č. 63: Plánovaná rozvaha - pasiva..... | 124 |
| Tabulka č. 64: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z provozní činnosti.... | 125 |
| Tabulka č. 65: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z investiční činnosti, peněžní tok z provozního majetku | 126 |
| Tabulka č. 66: Plánovaný výkaz peněžních toků - Náklady na cizí kapitál | 126 |
| Tabulka č. 67: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z neprovozního majetku..... | 127 |
| Tabulka č. 68: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok z finanční činnosti | 127 |
| Tabulka č. 69: Plánovaný výkaz peněžních toků - Peněžní tok celkem | 128 |
| Tabulka č. 70: Ukazatele aktivity | 128 |
| Tabulka č. 71: Ukazatele rentability | 129 |
| Tabulka č. 72: Ukazatele zadluženosti | 129 |
| Tabulka č. 73: Ukazatele likvidity | 130 |
| Tabulka č. 74: Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí Damodaranovy modifikace modelu CAPM | 132 |
| Tabulka č. 75: Váhy položek kapitálu | 134 |
| Tabulka č. 76: Průměrné vážené náklady kapitálu | 134 |
| Tabulka č. 77: Investovaný provozně nutný kapitál | 135 |
| Tabulka č. 78: FCFF pro 1. fázi..... | 136 |
| Tabulka č. 79: Diskontované FCFF pro 1. fázi..... | 136 |
| Tabulka č. 80: Výpočet pokračující hodnoty..... | 138 |
| Tabulka č. 81: Výpočet výsledné hodnoty podniku k 1.10.2016 | 138 |
| Tabulka č. 82: Výpočet diskontované EVA pro 1. fázi | 140 |
| Tabulka č. 83: Výpočet pokračující hodnoty pro metodu EVA | 140 |
| Tabulka č. 84: Výpočet výsledné hodnoty podniku k 1.10.2016 metodou EVA | 141 |

SEZNAM GRAFŮ

| | |
|-------------------------------------|----|
| Graf č. 1: Vývoj kurz CZK/EUR | 62 |
|-------------------------------------|----|

SEZNAM PŘÍLOH

| | | |
|---------------|---|-----|
| Příloha č. 1: | Rozvahová část aktiv společnosti COMINFO, a.s. | I |
| Příloha č. 2: | Rozvahová část pasiv společnosti COMINFO, a.s. | IV |
| Příloha č. 3: | Výkaz zisku a ztráty společnosti COMINFO, a.s. | VII |
| Příloha č. 4: | Organizační struktura společnosti k 1.10.2016 | X |

Příloha č. 1: Rozvahová část aktiv společnosti COMINFO, a.s.

| | Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | AKTIVA CELKEM | 211 250 | 203 641 | 219 103 | 250 601 | 235 148 |
| A. | Pohledávky za upsaný základní kapitál | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. | Dlouhodobý majetek | 79 504 | 71 008 | 70 304 | 69 288 | 65 321 |
| B.I. | Dlouhodobý nehmotný majetek | 4 902 | 4 154 | 9 240 | 7 928 | 5 717 |
| B.I.1. | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.I.2. | Ocenitelná práva | 4 902 | 4 116 | 9 038 | 7 763 | 5 562 |
| B.I.2.1. | Software | 144 | 273 | 733 | 1 101 | 875 |
| B.I.2.2. | Ostatní ocenitelná práva | 4 758 | 3 843 | 8 305 | 6 662 | 4 687 |
| B.I.3. | Goodwill | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.I.4. | Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.I.5. | Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM | 0 | 38 | 202 | 165 | 155 |
| B.I.5.1. | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.I.5.2. | Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 38 | 202 | 165 | 155 |
| B.II. | Dlouhodobý hmotný majetek | 71 101 | 66 136 | 34 370 | 33 997 | 31 009 |
| B.II.1. | Pozemky a stavby | 57 171 | 51 818 | 16 741 | 16 704 | 16 376 |
| B.II.1.1. | Pozemky | 11 522 | 11 522 | 4 321 | 4 322 | 4 320 |
| B.II.1.2. | Stavby | 45 649 | 40 296 | 12 420 | 12 382 | 12 056 |
| B.II.2. | Hmotné movité věci a jejich soubory | 13 479 | 14 295 | 16 002 | 16 508 | 14 165 |
| B.II.3. | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II.4. | Ostatní dlouhodobý hmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II.4.1. | Pěstitelské celky trvalých porostů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II.4.2. | Dospělá zvířata a jejich skupiny | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II.4.3. | Jiný dlouhodobý hmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II.5. | Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM | 451 | 23 | 1 627 | 785 | 468 |
| B.II.5.1. | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek | 0 | 0 | 66 | 0 | 0 |
| B.II.5.2. | Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek | 451 | 23 | 1 561 | 785 | 468 |

| | | | | | | |
|-------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| B.III. | Dlouhodobý finanční majetek | 3 501 | 718 | 26 694 | 27 363 | 28 595 |
| B.III.1. | Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba | 3 501 | 718 | 26 694 | 27 363 | 28 595 |
| B.III.2. | Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.3. | Podíly - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.4. | Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.5. | Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.6. | Zápůjčky a úvěry - ostatní | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.7. | Ostatní dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.7.1. | Jiný dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III.7.2. | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C. | Oběžná aktiva | 131 123 | 131 647 | 147 197 | 180 418 | 168 842 |
| C.I. | Zásoby | 60 957 | 60 728 | 61 340 | 63 397 | 70 510 |
| C.I.1. | Materiál | 24 083 | 19 615 | 20 418 | 27 179 | 32 365 |
| C.I.2. | Nedokončená výroba a polotovary | 19 006 | 27 767 | 29 685 | 30 804 | 30 244 |
| C.I.3. | Výrobky a zboží | 14 022 | 11 697 | 10 598 | 5 079 | 7 901 |
| C.I.3.1. | Výrobky | 10 166 | 8 472 | 7 260 | 2 684 | 5 532 |
| C.I.3.2. | Zboží | 3 856 | 3 225 | 3 338 | 2 395 | 2 369 |
| C.I.4. | Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.5. | Poskytnuté zálohy na zásoby | 3 846 | 1 649 | 639 | 335 | 919 |
| C.II. | Pohledávky | 46 869 | 40 131 | 42 631 | 46 789 | 39 084 |
| C.II.1. | Dlouhodobé pohledávky | 728 | 628 | 337 | 294 | 264 |
| C.II.1.1. | Pohledávky z obchodních vztahů | 728 | 628 | 337 | 282 | 264 |
| C.II.1.2. | Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.3. | Pohledávky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.4. | Odložená daňová pohledávka | 0 | 0 | 0 | 12 | 0 |
| C.II.1.5. | Pohledávky - ostatní | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.5.1. | Pohledávky za společníky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.5.2. | Dlouhodobé poskytnuté zálohy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|-------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| C.II.1.5.3. | Dohadné účty aktivní | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.5.4. | Jiné pohledávky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.2. | Krátkodobé pohledávky | 46 141 | 39 503 | 42 294 | 46 495 | 38 820 |
| C.II.2.1. | Pohledávky z obchodních vztahů | 35 159 | 36 594 | 29 353 | 41 497 | 31 714 |
| C.II.2.2. | Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.2.3. | Pohledávky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.2.4. | Pohledávky - ostatní | 10 982 | 2 909 | 12 941 | 4 998 | 7 106 |
| C.II.2.4.1. | Pohledávky za společníky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.2.4.2. | Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.2.4.3. | Stát - daňové pohledávky | 10 606 | 2 217 | 11 500 | 4 340 | 5 207 |
| C.II.2.4.4. | Krátkodobé poskytnuté zálohy | 293 | 657 | 763 | 506 | 1 582 |
| C.II.2.4.5. | Dohadné účty aktivní | 0 | 0 | 7 | 78 | 161 |
| C.II.2.4.6. | Jiné pohledávky | 81 | 35 | 671 | 74 | 156 |
| C.III. | Krátkodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.III.1. | Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.III.2. | Ostatní krátkodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.IV. | Peněžní prostředky | 23 297 | 30 788 | 43 226 | 70 232 | 59 248 |
| C.IV.1. | Peněžní prostředky v pokladně | 824 | 1 114 | 970 | 192 | 215 |
| C.IV.2. | Peněžní prostředky na účtech | 22 472 | 29 674 | 42 256 | 70 040 | 59 033 |
| D. I. | Časové rozlišení aktiv | 623 | 986 | 1 602 | 895 | 985 |
| D.I.1. | Náklady příštích období | 606 | 973 | 1 602 | 895 | 985 |
| D.I.2. | Komplexní náklady příštích období | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| D.I.3. | Příjmy příštích období | 17 | 13 | 0 | 0 | 0 |

Příloha č. 2: Rozvahová část pasiv společnosti COMINFO, a.s.

| | Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | PASIVA CELKEM | 211 250 | 203 641 | 219 103 | 250 601 | 235 148 |
| A. | Vlastní kapitál | 144 930 | 169 401 | 177 853 | 184 221 | 187 724 |
| A.I. | Základní kapitál | 31 500 | 31 500 | 31 500 | 31 500 | 31 500 |
| A.I.1. | Základní kapitál | 31 500 | 31 500 | 31 500 | 31 500 | 31 500 |
| A.I.2. | Vlastní podíly (-) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.I.3. | Změny základního kapitálu | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.II. | Ážio a kapitálové fondy | 2 368 | -415 | -8 999 | -8 330 | -7 099 |
| A.II.1. | Ážio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.II.2. | Kapitálové fondy | 2 368 | -415 | -8 999 | -8 330 | -7 099 |
| A.II.2.1. | Ostatní kapitálové fondy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.II.2.2. | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků | 2 368 | -415 | -8 999 | -8 330 | -7 099 |
| A.II.2.3. | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obch. korporací | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.II.2.4. | Rozdíly z přeměn obchodních korporací | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.II.2.5. | Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.III. | Fondy ze zisku | 4 490 | 6 310 | 6 310 | 6 310 | 6 310 |
| A.III.1. | Ostatní rezervní fondy | 4 490 | 6 310 | 6 310 | 6 310 | 6 310 |
| A.III.2. | Statutární a ostatní fondy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.IV. | Výsledek hospodaření minulých let | 70 139 | 104 752 | 132 006 | 98 641 | 124 742 |
| A.IV.1. | Nerozdělený zisk minulých let | 70 139 | 104 752 | 132 006 | 98 641 | 124 742 |
| A.IV.2. | Neuhrazená ztráta minulých let | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.IV.3. | Jiný výsledek hospodaření minulých let | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A.V. | Výsledek hospodaření běžného účetního období | 36 433 | 27 254 | 17 036 | 56 100 | 32 271 |
| A.VI. | Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B + C | CIZÍ ZDROJE | 59 597 | 34 006 | 40 873 | 66 077 | 46 963 |
| B. | Rezervy | 0 | 0 | 37 | 0 | 0 |
| B.1. | Rezerva na důchody a podobné závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|--------------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| B.2. | Rezerva na daň z příjmů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.3. | Rezervy podle zvláštních právních předpisů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.4. | Ostatní rezervy | 0 | 0 | 37 | 0 | 0 |
| C. | Závazky | 59 597 | 34 006 | 40 836 | 66 077 | 46 963 |
| C.I. | Dlouhodobé závazky | 28 211 | 11 293 | 2 059 | 26 054 | 10 213 |
| C.I.1. | Vydané dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.1.1. | Vyměnitelné dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.1.2. | Ostatní dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.2. | Závazky k úvěrovým institucím | 8 700 | 5 500 | 1 800 | 26 054 | 9 998 |
| C.I.3. | Dlouhodobé přijaté zálohy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.4. | Závazky z obchodních vztahů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.5. | Dlouhodobé směnky k úhradě | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.6. | Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.7. | Závazky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.8. | Odložený daňový závazek | 2 511 | 493 | 259 | 0 | 215 |
| C.I.9. | Závazky - ostatní | 17 000 | 5 300 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.9.1. | Závazky ke společníkům | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.9.2. | Dohadné účty pasivní | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I.9.3. | Jiné závazky | 17 000 | 5 300 | 0 | 0 | 0 |
| C.II. | Krátkodobé závazky | 31 386 | 22 713 | 38 777 | 40 023 | 36 750 |
| C.II.1. | Vydané dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.1. | Vyměnitelné dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.1.2. | Ostatní dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.2. | Závazky k úvěrovým institucím | 3 200 | 3 200 | 1 200 | 6 655 | 6 055 |
| C.II.3. | Krátkodobé přijaté zálohy | 1 444 | 3 296 | 15 586 | 4 352 | 6 288 |
| C.II.4. | Závazky z obchodních vztahů | 17 207 | 9 748 | 16 555 | 16 104 | 18 086 |
| C.II.5. | Krátkodobé směnky k úhradě | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.6. | Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|-----------|---|-------|-------|-------|--------|-------|
| C.II.7. | Závazky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.8. | Závazky ostatní | 9 535 | 6 469 | 5 436 | 12 912 | 6 321 |
| C.II.8.1. | Závazky ke společníkům | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.8.2. | Krátkodobé finanční výpomoci | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.II.8.3. | Závazky k zaměstnancům | 2 552 | 2 512 | 2 601 | 5 158 | 3 511 |
| C.II.8.4. | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění | 1 479 | 1 476 | 1 513 | 2 859 | 1 995 |
| C.II.8.5. | Stát - daňové závazky a dotace | 5 283 | 2 304 | 348 | 4 779 | 558 |
| C.II.8.6. | Dohadné účty pasivní | 166 | 158 | 975 | 23 | 236 |
| C.II.8.7. | Jiné závazky | 55 | 19 | -1 | 93 | 21 |
| D.I. | Časové rozlišení pasiv | 6 723 | 234 | 377 | 303 | 461 |
| D.I.1. | Výdaje příštích období | 169 | 168 | 309 | 234 | 388 |
| D.I.2. | Výnosy příštích období | 6 554 | 66 | 68 | 69 | 73 |

Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti COMINFO, a.s.

| | Údaje jsou v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| I. | Tržby z prodeje výrobků a služeb | 217 344 | 201 159 | 181 170 | 264 381 | 243 363 |
| II. | Tržby za prodej zboží | 12 568 | 9 237 | 6 912 | 13 208 | 12 663 |
| A. | Výkonová spotřeba | 141 946 | 122 416 | 102 535 | 155 165 | 147 070 |
| A.1. | Náklady vynaložené na prodané zboží | 8 138 | 5 271 | 4 689 | 6 424 | 4 898 |
| A.2. | Spotřeba materiálu a energie | 118 890 | 103 094 | 80 832 | 132 739 | 125 570 |
| A.3. | Služby | 14 918 | 14 051 | 17 014 | 16 002 | 16 602 |
| B. | Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-) | 11 815 | 7 017 | 707 | -3 433 | 2 288 |
| C. | Aktivace (-) | -1 493 | -1 016 | -5 221 | -11 058 | -7 794 |
| D. | Osobní náklady | 53 501 | 54 628 | 54 584 | 68 136 | 75 305 |
| D.1. | Mzdové náklady | 39 394 | 40 242 | 40 213 | 50 469 | 56 051 |
| D.2. | Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady | 14 107 | 14 386 | 14 371 | 17 667 | 19 254 |
| D.2.1. | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 13 343 | 13 540 | 13 561 | 16 676 | 18 121 |
| D.2.2. | Ostatní náklady | 764 | 846 | 810 | 991 | 1 133 |
| E. | Úpravy hodnot v provozní oblasti | 5 526 | 13 414 | 19 603 | -4 366 | 7 988 |
| E.1. | Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku | 7 906 | 8 704 | 9 285 | 10 020 | 9 868 |
| E.1.1. | Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé | 7 906 | 8 704 | 9 285 | 10 020 | 9 868 |
| E.1.2. | Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| E.2. | Úpravy hodnot zásob | -2 380 | 4 710 | 10 318 | -14 386 | -1 880 |
| E.3. | Úpravy hodnot pohledávek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| III. | Ostatní provozní výnosy | 12 874 | 8 374 | 11 703 | 9 157 | 10 803 |
| III.1. | Tržby z prodaného dlouhodobého majetku | 407 | 773 | 943 | 1 315 | 2 099 |
| III.2. | Tržby z prodaného materiálu | 8 434 | 5 519 | 8 968 | 6 768 | 7 304 |
| III.3. | Jiné provozní výnosy | 4 033 | 2 082 | 1 792 | 1 074 | 1 400 |
| F. | Ostatní provozní náklady | 8 914 | 5 809 | 9 091 | 9 417 | 6 859 |
| F.1. | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku | 0 | 75 | 192 | 684 | 846 |

| | | | | | | |
|-------|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| F.2. | Zůstatková cena prodaného materiálu | 5 549 | 3 905 | 6 899 | 3 773 | 4 553 |
| F.3. | Daně a poplatky | 285 | 310 | 256 | 243 | 218 |
| F.4. | Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| F.5. | Jiné provozní náklady | 3 080 | 1 519 | 1 744 | 4 717 | 1 242 |
| * | Provozní výsledek hospodaření | 46 207 | 30 536 | 19 900 | 66 019 | 39 689 |
| VI. | Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VI.1. | Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VI.2. | Ostatní výnosy z podílů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| G. | Náklady vynaložené na prodané podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| V. | Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| V.1. | Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| V.2. | Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| H. | Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VI. | Výnosové úroky a podobné výnosy | 10 | 44 | 14 | 9 | 4 |
| VI.1. | Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba | 10 | 44 | 14 | 9 | 4 |
| VI.2. | Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| I. | Náklady vynaložené na prodané podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| J. | Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku | 454 | 242 | 131 | 408 | 311 |
| J.1. | Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| J.2. | Ostatní nákladové úroky a podobné náklady | 454 | 242 | 131 | 408 | 311 |
| VII. | Ostatní finanční výnosy | 3 917 | 2 971 | 4 295 | 1 492 | 364 |
| K. | Ostatní finanční náklady | 4 416 | 1 801 | 1 129 | 1 504 | 961 |
| * | Finanční výsledek hospodaření | -942 | 972 | 3 049 | -411 | -904 |
| ** | Výsledek hospodaření před zdaněním | 45 265 | 31 508 | 22 949 | 65 608 | 38 785 |
| L. | Daň z příjmů | 8 832 | 4 254 | 5 913 | 9 508 | 6 514 |
| L.1. | Daň z příjmů splatná | 7 007 | 6 271 | 6 147 | 9 780 | 6 287 |
| L.2. | Daň z příjmů odložená | 1 826 | -2 017 | -234 | -272 | 227 |

| | | | | | | |
|-----|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| ** | Výsledek hospodaření po zdanění | 36 433 | 27 254 | 17 036 | 56 100 | 32 271 |
| M. | Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *** | Výsledek hospodaření za účetní období | 36 433 | 27 254 | 17 036 | 56 100 | 32 271 |
| * | Čistý obrát za účetní období (I. + II. + III. + IV. + V. + VI. + VII.) | 246 713 | 221 785 | 204 094 | 288 247 | 267 197 |

Příloha č. 4: Organizační struktura společnosti k 1.10.2016

